DESKUNDIGENBERICHT

Inzake

Bepaling werkelijke waarde onteigende effecten en vermogensbestanddelen SNS Bank en SNS Reaal per 1 februari 2013

mr. A.A.M. Deterink

dr. H. Oosterhout

mr. E.M. Jansen Schoonhoven MBA

27 april 2018

DESKUNDIGENBERICHT

Aan: Het Gerechtshof Amsterdam
Ondernemingskamer

Zaaknummer: 200.122.906/01 OK

Datum: 27 april 2018

Inzake
DE MINISTER VAN FINANCIËN, zetelend te 's-Gravenhage, VERZOEKER,
advocaten: mr. T.M. Stevens en mr. R.G.J. de Haan, beiden kantoorhoudende te Amsterdam,

tegen
1.1 de vereniging met volledige rechtsbevoegdheid VERENIGING VAN EFFECTENBEZITTERS, (voorheen genaamd Vereniging VEB NCVB), gevestigd te 's-Gravenhage,
1.2 [A], wonende te [...],
1.3 [B], wonende te [...],
BELANGHEBBENDEN,
advocaten: voorheen mr. J.H. Lemstra en mr. P.J. van der Korst, beiden kantoorhoudende te Amsterdam, thans mr J. Hoff en mr J. Cornegoor, beiden kantoorhoudende te Haarlem
en tegen

2. de stichting STICHTING BEHEER SNS REAAL, gevestigd te Utrecht, BELANGHEBBENDE,
advocaten: mr. I. Spinath en prof. mr. S. Perrick, beiden kantoorhoudende te Amsterdam,
en tegen

3.1 de naamloze vennootschap BNP PARIBAS FUND III N.V., gevestigd te Amsterdam,
3.2 de rechtspersoon naar het recht van Luxemburg BNP PARIBAS L1, gevestigd te Luxemburg,
BELANGHEBBENDEN,
advocaten: mr. C.W.M. Lieverse en mr. E. de Ruijter, beiden kantoorhoudende te Amsterdam,
en tegen

4.1 de maatschap MAATSCHAP CONVERTENTIE, gevestigd te Eindhoven,
4.2 [C], wonende te [...],
4.3 [D], wonende te [...],
4.4 [E], wonende te [...],
4.5 [F], wonende te [...],
4.6 [G], wonende te [...],
4.7 [H], wonende te [...],
4.8 de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid JURIS HOLDING B.V., gevestigd te Amstelveen,
4.9 [I], wonende te [...],
4.10 [J], wonende te [...];
4.11 [K], wonende te [...],
4.12 [L], wonende te [...],

BELANGHEBBENDEN,
advocaat: mr. J. Wendelgelst, kantoorhoudende te Amstelveen,
en tegen

5. de vereniging met volledige rechtsbevoegdheid FEDERATIE NEDERLANDSE VAKBEWEGING, gevestigd te Amsterdam,
BELANGHEBBENDE,
advocaten: voorheen mr. G.A. Smit en mr. E.M. Soerjatin, beiden kantoorhoudende te Amsterdam, nu alleen mr E.M. Soerjatin, kantoorhoudend te Amsterdam
en tegen

6.1 de rechtspersoon naar het recht van Frankrijk AVIVA VIE S.A., gevestigd te Bois-Colombes, Frankrijk,
6.2 de rechtspersoon naar het recht van Frankrijk AVIVA EPARGNE RETRAITE S.A., gevestigd te Bois-Colombes, Frankrijk,
6.3 de rechtspersoon naar het recht van Frankrijk ANTARIUS S.A., gevestigd te Parijs, Frankrijk,
6.4 de rechtspersoon naar het recht van Frankrijk AVIVA INVESTORS FRANCE S.A., gevestigd te Parijs, Frankrijk,
6.5 de naamloze vennootschap HDI-GERLING VERZEKERINGEN N.V., gevestigd te Rotterdam,
6.6 de rechtspersoon naar het recht van de Britse Maagdeneilanden GOLDEN BABYLON LTD, gevestigd te Tortola, Britse Maagdeneilanden,
6.7 de rechtspersoon naar het recht van de Britse Marshalleilanden FAIRVEST HOLDING LTD, gevestigd te Majuro, Britse Marshalleilanden,
6.8 de rechtspersoon naar het recht van de Britse Maagdeneilanden KOCHAB TRADING LTD, gevestigd te Tortola, Britse Maagdeneilanden,
6.9 de rechtspersoon naar het recht van de Britse Maagdeneilanden SILVERTOWN TRADING LTD, gevestigd te Tortola, Britse Maagdeneilanden,
6.10 de stichting STICHTING OBLIGATIEHOUDERS SNS, statutair gevestigd te Boekel,
6.11 de rechtspersoon naar het recht van Belize DRAFY GROUP S.A., gevestigd te Belize City, Belize,
6.12 de rechtspersoon naar het recht van Belize CHILLER LIMITED, gevestigd te Belize City, Belize,
BELANGHEBBENDEN,
advocaat: mr. W.M. Schonewille, kantoorhoudende te ‘s-Gravenhage,
en tegen

7.1 de rechtspersoon naar het recht van de Kaaimaneilanden BRIGADE DISTRESSED VALUE MASTER FUND LTD,
7.2 vennootschap naar het recht van de Kaaimaneilanden BRIGADE LEVERAGED CAPITAL STRUCTURES FUND LTD,
7.3 de vennootschap naar het recht van de Kaaimaneilanden BRIGADE CREDIT FUND 1 LTD,
alle gevestigd te Grand Cayman, Kaaimaneilanden,
7.4. de vennootschap naar het recht van Ierland BURLINGTON LOAN MANAGEMENT LIMITED, gevestigd te Dublin, Ierland,
BELANGHEBBENDEN,
advocaten: voorheen mr. M.H.J. van Maanen en mr. I.N. Tzankova, beiden kantoorhoudende te ‘s-Gravenhage, thans mr. G. te Winkel en mr. N.A. van Loon, beiden kantoorhoudende te Amsterdam,
en tegen

8.1 de rechtspersoon naar het recht van Italië ALPHA VALUE MANAGEMENT ITALY LTD.,
8.2 DE 286 NATUURLIJKE PERSONEN EN 7 RECHTSPERSONEN GENOEMD IN PRODUCTIE 1 BIJ DE ANTWOORDAKTE NA CASSATIE EN VERWIJZING VAN BELANGHEBBENDE 8.1,
8.3 [M],
8.4 [N]
8.5 [O]
allen wonende of gevestigd in [...],
BELANGHEBBENDEN,
advocaten: mr. M.W.E. Evers kantoorhoudende te Amsterdam,
en tegen
8.6 [P], wonende te [...], BELANGHEBBENDE,

Aanvankelijk bijgestaan door mr. M.W.E. Evers en mr. D.J.M Lange, beiden kantoorhoudende te Amsterdam, nu door mr J. Meuleman, kantoorhoudende te Amsterdam

9.1 de rechtspersoon naar het recht van Italië UNIPOL ASSICURAZIONI S.P.A., gevestigd te Bologna, Italië,
9.2 de rechtspersoon naar het recht van Italië UNIPOL GRUPO FINANZIARIO S.P.A., gevestigd te Bologna, Italië,
9.3 de rechtspersoon naar het recht van Italië ARCA VITA S.P.A., gevestigd te Verona, Italië,
9.4 de rechtspersoon naar het recht van Italië FONDIARIA SA.I S.P.A., gevestigd te Turijn, Italië,
9.5 de rechtspersoon naar het recht van Italië MILANO ASSICURAZIONI S.P.A., gevestigd te Milaan, Italië,
BELANGHEBBENDEN,
advocaten: voorheen mr. M. Ziekman en mr. B.T.A. Baidwin, beiden kantoorhoudende te Amsterdam, thans zonder advocaat,
en tegen

10. de rechtspersoon naar het recht van België INTÉGRALE GEMEENSCHAPPELIJKE VERZEKERINGSKAS, gevestigd te Luik, België, BELANGHEBBENDE,
advocaten: mr. W.J. Bosma en mr. J.A.M.A. Sluysmans, beiden kantoorhoudende te 's-Gravenhage,
en tegen

11.1 de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid TURFMIJ B.V., gevestigd te Amstelveen,
11.2 de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid CASTRIFON B.V., gevestigd te Amsterdam,
11.3 DE 44 (RECHTS)PERSONEN GENOEMD IN BIJLAGE 1 BIJ HET VERWEERSCHRIFT VAN BELANGHEBBENDEN 11.1 en 11.2,
BELANGHEBBENDEN,
advocaten: mr. J.M. van den Berg en mr. M. Wolters, beiden kantoorhoudende te Amsterdam,
en tegen

12. de rechtspersoon naar het recht van Ierland ANDALUSIAN GLOBAL LIMITED, gevestigd te Dublin, Ierland, BELANGHEBBENDE,
advocaten: mr. C. Zijderveld, mr. R. Schellaars en mr. S.M. Prevoo, allen kantoorhoudende te Amsterdam,
en tegen

13.1 de rechtspersoon naar het recht van Luxemburg CCP CREDIT ACQUISITION HOLDINGS LUXCO SARI,
13.2 de rechtspersoon naar het recht van Luxemburg CSCP 11 ACQUISITION LUXCO SARI,
beide gevestigd te Luxemburg, Luxemburg,
BELANGHEBBENDEN,
advocaten: mr. S.A.J. van Rossum en mr. J.A. Voerman, beiden kantoorhoudende te Amsterdam,
en tegen

14.1 de vereniging met volledige rechtsbevoegdheid BELEGGINGSCLUB 'T STOCKPAERT, gevestigd te Rotterdam,
14.2 de stichting STICHTING VALUE PARTNERS FAMILY OFFICE, gevestigd te Moordrecht, gemeente Zuidplas,
14.3 de naamloze vennootschap [Q], gevestigd te [...],
14.4 [R], wonende te [...],
BELANGHEBBENDEN,
advocaat: mr. R. Slotboom, kantoorhoudende te Rotterdam,
en tegen

15. de naamloze vennootschap HOF HOORNEMAN BANKIERS N.V., gevestigd te Gouda, BELANGHEBBENDE, advocaat: voorheen mr. N.G. Wijnstekers, kantoorhoudende te Amsterdam, thans geen,
en tegen

16.1 de rechtspersoon naar het recht van Italië UBI PRAMERICA SGR S.p.A.,
16.2 de rechtspersoon naar het recht van Italië INTESA SANPAOLO VITA S.p.A.,

beide gevestigd te Italië, BELANGHEBBENDEN,
advocaten: mr. C.C.A. van Rest en mr. M.H.R.N.Y. Cordewener, beiden kantoorhoudende te Amsterdam,
en tegen

17.1. de stichting STICHTING COMPENSATIE SNS PARTIPATIE CERTIFICATEN, gevestigd te Deurne,
17.2 [S], wonende te [...],
17.3 de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid [T], gevestigd te [...],
17.4 [U], wonende te [...],
17.5 [V], wonende te [...],
17.6 [W], wonende te [...],
17.7 [X], wonende te [...],
17.8[Y], wonende te [...],
17.9 [Z], wonende te [...],
17.10 [AA], wonende te [...],
BELANGHEBBENDEN,
advocaat: mr A.P. Kranenburg, kantoorhoudende te Amsterdam,
en tegen

18. [BB], wonende te [...], BELANGHEBBENDE,
advocaat: mr. R.J. Borghans en mr M. Plass, beiden kantoorhoudende te Arnhem,
en tegen

19. [CC], wonende te [...],
BELANGHEBBENDE,
advocaat: mr. R.G.P. Voragen, kantoorhoudende te Heerlen,
en tegen

20. [DD], wonende te [...],
BELANGHEBBENDE,
advocaat: mr. J.W.L. Vader, kantoorhoudende te Alkmaar,
en tegen

21.1 de stichting STICHTING MELDPUNT COLLECTIEF ONRECHT, gevestigd te Heerhugowaard,
21.2 DE 48 PERSONEN GENOEMD IN BIJLAGE 1 BIJ HET VERWEERSCHRIFT VAN BELANGHEBBENDE SUB 21.1,
BELANGHEBBENDEN,
advocaat: mr. M. Raaijmakers, kantoorhoudende te Hoofddorp, gemeente Haarlemmermeer,
en tegen

22. [EE], wonende te [...],
BELANGHEBBENDE,
advocaat: voorheen mr. J. Meyer, kantoorhoudende te Zwolle, thans geen, en tegen

23.1 [FF],
23.2 [GG],
beiden wonende te [...],
BELANGHEBBENDEN,
advocaat: mr. R.J. Borghans, kantoorhoudende te Arnhem,
en tegen

24. [HH], wonende te [...],
BELANGHEBBENDE,
advocaat: mr. R.J. Borghans, kantoorhoudende te Arnhem,
en tegen

25. [LL], wonende te [...]
BELANGHEBBENDE,
advocaat: mr. J. Hagers, kantoorhoudende te Amsterdam,
en tegen

26.1 [JJ], wonende te [...],
26.2 [KK], wonende te [...],
26.3 [LL], wonende te [...],
BELANGHEBBENDEN, in persoon verschenen,
en tegen

27. [MM], wonende te [...],
BELANGHEBBENDE, in persoon verschenen,
en tegen

28. [NN], wonende te [...],
BELANGHEBBENDE, in persoon verschenen,
en tegen

29. [OO], wonende te [...],
BELANGHEBBENDE, in persoon verschenen,
en tegen

30. [PP], wonende te [...],
BELANGHEBBENDE, in persoon verschenen,
en tegen

31. [QQ], wonende te [...],
BELANGHEBBENDE, in persoon verschenen,
en tegen

32. [RR], wonende te [...],
BELANGHEBBENDE, in persoon verschenen,
en tegen

33. [SS], wonende te [...],
BELANGHEBBENDE, in persoon verschenen,
en tegen

34. [TT], wonende te [...],
BELANGHEBBENDE, in persoon verschenen,
en tegen

35. [UU], wonende te [...],
BELANGHEBBENDE,
advocaat: voorheen geen, thans mr. J.H. van Gelderen, kantoorhoudende te ‘s-Gravenhage,
en tegen

36. [VV], wonende te [...],
BELANGHEBBENDE,
advocaat: voorheen mr. P.J.Ph. Dietz de Loos, kantoorhoudende te Wassenaar, thans mr. A.R. Oosthout, kantoorhoudende te Leiden.

Inhoudsopgave

Hoofdstuk 1. Inleiding 10

1.1 Benoeming deskundigen en raadsheer-commissaris 10
1.2 Vraagstelling als vervat in r.o. 3.70 van de beschikking van 26 februari 2016 10
1.3 Plan van aanpak 12
1.4 Door deskundigen ingeschakelde derden 13
1.5 Toegang dataroom 13
1.6 Processtukken/informatie 13
1.7 Interviews 13
1.8 Inrichting van het onderzoek 14
1.9 Hoor en wederhoor 15
1.10 Disclaimer 16
1.11 Leeswijzer 16

Hoofdstuk 2. Managementsamenvatting 17

2.1 Vraagstelling (r.o. 3.70 van de beschikking van 26 februari 2016) 17
2.2 Relevante feiten en omstandigheden 19
2.3 Twee relevante toekomstperspectieven 21
2.4 Toekomstperspectief 1 22
2.5 Toekomstperspectief 2 24
2.6 Uitkomsten waarde onteigende effecten en vermogens-bestanddelen 28

Hoofdstuk 3. Chronologisch overzicht relevante feiten en omstandigheden 33

Hoofdstuk 4. Financiële situatie SNS REAAL N.V. in de aanloop naar nationalisatie 48

4.1 Inleiding: profiel en aanloop 48
4.2 SNS Bank 51
4.2.1 SNS Retail Bank 51
4.2.2 Property Finance 81
4.3 REAAL 105
4.4 SNS Reaal 120
4.5 Sum-of-the-parts waardering en koersontwikkelingen van aandelen en achtergestelde leningen 135

Hoofdstuk 5. Onderzochte scenario's c.q. mogelijke oplossingen 141

5.1 Inleiding 141
5.2 Het apart zetten van PF middels een APS of bad bank 142
5.2.1 Inleiding 142
5.2.2 Verschillende vormen van APS en Bad Bank 144
5.2.3 Voorbeelden van APS/Bad Bank structuren in het buitenland 148
5.2.4 APS/BB-structuren bekeken in scenario's tussen eind 2011-begin 2013 149
5.2.5 Conclusie 153
5.3 Capital Restructuring 154
5.4 M&A-scenario's 155
5.4.1 Verkoop (schade-)verzekeraar 156
5.4.2 Verkoop van de aandelen of van activa en passiva van SNS Bank 157
5.4.3 Transactie met CVC 157
5.4.4 Bod van ASR 157

5.5 Overdrachtsinstrument ... 158
5.6 Nationalisatie ... 159
5.7 Conclusies en observaties van DNB, MinFin, SNSR en CVC ... 159
5.8 Conclusie deskundigen – 2 levensvatbare scenario's ... 161
Hoofdstuk 6. CVC-scenario ... 162
6.1 Inleiding ... 162
6.2 De CVC-Aanbieding: relevante componenten ... 162
6.3 De afboeking op PF: effect op eigen vermogen van SNS Bank ... 166
6.4 Corporate governance aspecten ... 168
6.5 Structuur van de bad bank / New Bank ... 168
6.6 Beoogde timing ... 170
6.7 De double leverage impact ... 172
6.8 Waarderingen: SNSR, haar onderdelen en individuele vermogenseffecten ... 173
6.9 Vergelijking met nationalisatie ... 174
6.10 Beoordeling CVC-scenario: visie van DNB en MinFin ... 177
6.11 Samenvatting: CVC-scenario is levensvatbaar ... 188
Hoofdstuk 7. Faillissementsscenario ... 189
7.1 Relevante uitkomsten faillissement voor de vaststelling van de schadeloosstelling ... 189
7.2 Europese regelgeving ... 191
7.3 Run-off scenario in plaats van liquidatie (fire sale) scenario ... 194
7.4 Faillissement DSB Bank ... 205
7.5 Wettelijke rangorde schuldeisers in faillissement SNS Bank, inclusief uitdeling aan schuldeisers 208
7.6 Boedelbeschrijving SNS Bank ... 211
7.7 Ontwikkeling balans SNS Bank 2013 t/m 2022 in run-off scenario ... 226
7.8 Winst- en Verliesrekening 2013 t/m 2022 in run-off scenario ... 227
7.9 Kasstroomoverzicht 2013 t/m 2022 in run-off scenario ... 228
7.10 Uitkomsten run-off scenario voor schuldeisers SNS Bank. ... 230
7.11 Relevantie afwikkeling faillissement Property Finance voor boedel SNS Bank ... 230
7.12 Afwikkeling boedeloverschot SNS Bank in 2023 ... 233
7.13 Boedelbeschrijving SNSR ... 238
7.14 Uitkomsten faillissement SNS Reaal voor de schuldeisers ... 245
Hoofdstuk 8. Vaststelling van de werkelijke waarde van de onteigende effecten en vermogensbestanddelen in het CVC-scenario ... 249
Hoofdstuk 9. Vaststelling van de werkelijke waarde van de onteigende effecten en vermogensbestanddelen in het faillissementsscenario ... 253
Hoofdstuk 10. Ontvangen commentaren concept-deskundigenbericht ... 259
10.1 Mr. R. de Haan (A&O) namens MinFin ... 259
10.1.1 Introductie ... 259
10.1.2 Algemene opmerkingen ... 261
10.1.3 Saldocompensatiestelsel ... 263
10.1.4 CVC-scenario ... 264
10.1.5 Faillissementsscenario ... 269
10.1.6 Notitie Deloitte: waardering REAAL en run-off scenario's ... 275
10.1 Commentaar DNB ... 286
10.2.1 CVC-scenario ... 286
10.2.2 Faillissementsscenario ... 288
10.3 Mr. J. Cornegoor namens VEB ... 289

10.4 Mr. Spinath namens Stichting Beheer SNS Reaal 290
10.5 Mr. Soerjatin namens FNV 294
10.6 Mr. Schonewille namens Aviva c.a. 294
10.7 Mr. G. te Winkel namens Brigade c.s. 295
10.8 Mr. Evers en Marres namens Italiaanse obligatiehouders 298
10.9 Mr. Bosma en Mr. Wiegerink namens Intégrale Gemeenschappelijke Verzekeringskas 298
10.10 Mr. M. Wolters namens Turfmij en Castrifon 299
10.11 Mr. Zijderveld namens Andalusian Global 299
10.12 Mr. R. Slotboom namens 't Stockpaert 299
10.13 [TT] namens zichzelf 300
10.14 Mr. [UU] namens zichzelf 301
10.15 Mr. Oosthout namens [VV] 303
10.16 Mr. P. Ploeger namens SRH en de Volksbank 305

Bijlage 1 Plan van Aanpak 306
Bijlage 2 Onderzoeksprotocol 312
Bijlage 3 Dataroom Index 317
Bijlage 4 Lijst van geïnterviewde personen 361
Bijlage 5 Lijst van Afkortingen 363
Bijlage 6 Comparable Company Review – Insurance 366
Bijlage 7 Comparable Company Review – Banking 370
Bijlage 8 Koersgrafieken achtergestelde obligaties 374
Bijlage 9 Onderzoeksrapport OSIS – Separaat toegevoegd 375
Bijlage 10. Advies van prof.mr.drs. M. Haentjens 376
Bijlage 11. Zienswijze mr. R. Schimmelpenninck 377

Hoofdstuk 1. Inleiding

1.1 Benoeming deskundigen en raadsheer-commissaris

Bij beschikking van 26 februari 2016 heeft de Ondernemingskamer een onderzoek door deskundigen gelast ter beantwoording van de in de beschikking onder 3.70 geformuleerde vraag met inachtneming van hetgeen in deze beschikking is overwogen.

Bij voornoemde beschikking heeft de Ondernemingskamer benoemd tot deskundigen om dit onderzoek te verrichten:

- mr. A.A.M. Deterink, te Schijndel
- dr. H. Oosterhout, te Amsterdam
- mr. E.M. Jansen Schoonhoven MBA, te Den Haag

Bij voornoemde beschikking werd mr. G.C. Makkink benoemd tot raadsheer-commissaris als bedoeld in artikel 16 lid 5 Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering met het oog op de behandeling (en zo mogelijk beslissing) van eventuele incidentele verzoeken als bedoeld in r.o. 3.83.

1.2 Vraagstelling als vervat in r.o. 3.70 van de beschikking van 26 februari 2016

"Met inachtneming van hetgeen hierboven is overwogen met betrekking tot de bij de vaststelling van de schadeloosstelling te hanteren maatstaf en uitgangspunten, zal de Ondernemingskamer aan de deskundigen de volgende vraag voorleggen:
Wat was op 1 februari 2013, onmiddellijk voorafgaande aan de onteigening - op het hiervoor in 3.11 vermelde peilmoment - naar uw oordeel de werkelijke waarde in de zin van artikel 6:8 lid 2 Wft van elk van de op de hiernavolgende lijst vermelde effecten en vermogensbestanddelen naar de hiervoor onder 3.10 genoemde maatstaf en met inachtneming van hetgeen overigens in deze beschikking is overwogen?

1. *Effecten, uitgegeven door of met medewerking van SNS Reaal, onderscheidenlijk SNS Bank, onteigend ten name van de Staat:*
   - *a. gewone aandelen SNS Reaal;*
   - *b. aandelen B SNS Reaal;*
   - *c. Stichting Beheer SNS Reaal Core Tier-1 securities;*
   - *d. 1°. 6.258% achtergestelde obligaties SNS Reaal;*
     2°. 8.45% achtergestelde obligaties SNS Reaal;
   - *e. 1°. 11.25% achtergestelde obligaties SNS Bank;*
     2°. 5.75% achtergestelde obligaties SNS Bank;
     3°. 6.25% achtergestelde obligaties SNS Bank;
     4°. 6.625% achtergestelde obligaties SNS Bank;
   - *f. SNS Participatie Certificaten 3;*
   - *g. € 5 million 4% Floating Rate achtergestelde obligaties SNS Bank.*

2. *Vermogensbestanddelen van SNS Reaal, onderscheidenlijk SNS Bank, onteigend ten name van de Stichting Afwikkeling Onderhandse Schulden SNS Reaal:*
   - *1°. de Van Doorn lening 2000-2020 (7.13%);*
   - *2°. de Van Doorn lening 2000-2020 (7.10%);*

3°. de Stichting lening 1997-2014;
4°. de Poseidon lening 1999-2019;
5°. de Ohra Stichting lening 1999-2024.

Bij deze waardebepaling geldt, zoals hiervoor bij de overwegingen omtrent de maatstaf is vastgesteld, het volgende.

De deskundigen dienen uit te gaan

- *van het te verwachten toekomstperspectief van SNS Reaal respectievelijk SNS Bank op 1 februari 2013, onmiddellijk voorafgaande aan de onteigening, in de situatie dat geen onteigening zou hebben plaatsgevonden, in welk perspectief verdisconteerd zijn de ernst van de problemen waarin SNS Reaal en SNS Bank op het peilmoment verkeerden en voorts alle verdere feiten en omstandigheden die zich op dat tijdstip voordeden en die voor de veronderstelde koop van belang waren of konden zijn, en*
- *van de prijs die, gegeven dat toekomstperspectief, tussen redelijk handelende personen op het tijdstip van onteigening tot stand zou zijn gekomen bij een veronderstelde vrije verkoop van de onderscheiden effecten respectievelijk vermogensbestanddelen in het economische verkeer tussen redelijk handelende partijen.*

Tot de feiten en omstandigheden die zich op het peilmoment voordeden behoren

- *de waarde van activa en passiva per dat tijdstip, zoals deze indien nodig door deskundigen nader wordt vastgesteld, alsmede*
- *het optreden van DNB in het kader van haar toezichthoudende taak, zoals zich dat heeft voorgedaan tot aan het peilmoment,*
- *maar niet gebeurtenissen en ontwikkelingen die zich nadien hebben voorgedaan.*

Bij dit een en ander dient te worden geabstraheerd van het concrete voornemen tot en de voorbereidingen voor de onteigening alsmede van de omstandigheid dat de Minister als gegadigde tot op zekere hoogte in een dwangpositie verkeerde, omdat SNS Bank als systeemrelevante instelling moet worden beschouwd. Een gevonden waarde van het onteigende dient te worden gecorrigeerd, indien en voor zover deze waarde mede hierdoor wordt bepaald.

De Ondernemingskamer acht het voorshands aannemelijk dat DNB, in de situatie dat geen onteigening zou hebben plaatsgevonden, kort na 1 februari 2013 de rechtbank Amsterdam zou hebben verzocht om toepassing van de noodregeling als bedoeld in artikel 3:160 Wft en dat de rechtbank dit verzoek zou hebben toegewezen. Het staat de deskundigen evenwel vrij een ander toekomstperspectief (mede) in hun beoordeling te betrekken indien zij aanwijzingen hebben dat (er een aanzienlijke kans zou zijn geweest dat) DNB niettemin zou hebben afgezien van een verzoek om toepassing van de noodregeling en/of dat de rechtbank toepassing van de noodregeling zou hebben afgewezen.

De deskundigen dienen het voorts tot hun taak te rekenen om te onderzoeken of en in welke mate de door de Staat in 2008 in de vorm van Core Tier-1 capital securities verleende staatssteun (€ 750 miljoen waarvan nog € 565 miljoen resteert), gelet op de (resterende) terugbetalingsverplichting, de boeterente en verdere voorwaarden, per saldo - op het peilmoment - een kwantificeerbaar waardeverhogend effect had op de onteigende effecten en vermogensbestanddelen. Dit geldt op overeenkomstige wijze voor eventuele andere steun die zou zijn verleend, bijvoorbeeld in de vorm van door de Staat verstrekte garanties.

De deskundigen dienen de SNS Participatie Certificaten 3 te waarderen zowel ervan uitgaande dat deze als achtergesteld moeten worden beschouwd, als ervan uitgaande dat deze niet als achtergesteld worden beschouwd.

Alle overige te waarderen obligaties en andere vorderingen moeten als achtergesteld worden aangemerkt zoals neergelegd in de desbetreffende overeenkomsten, ook de Stichting Beheer SNS Reaal Core Tier-1 securities en de FNV Stichting lening 1997-2014.

De crediteuren van de achtergestelde vorderingen op SNS Bank moeten - bij hun aanspraken uit artikel 2:403 BW op SNS Reaal - worden aangemerkt als concurrente crediteuren van SNS Reaal.

De deskundigen dienen de vraag - bij voorkeur gezamenlijk - gemotiveerd te beantwoorden. Zij dienen daarbij alle omstandigheden in aanmerking te nemen die voor die waarde bepalend zijn, daaronder begrepen de relevante voorwaarden en verdere bepalingen die op de onderscheiden effecten en vermogensbestanddelen van toepassing zijn.
De keuze voor de toe te passen waarderingsmethode is aan deskundigen. Zij dienen die keuze te motiveren en een uiteenzetting te geven van de toegepaste waarderingsmethode(s)".

1.3 Plan van aanpak

In overeenstemming met r.o. 3.81 van de beschikking d.d.26 februari 2016 hebben deskundigen bij aanvang van hun werkzaamheden een concept plan van aanpak en begroting van kosten van het onderzoek opgesteld.

Ingevolge r.o. 3.81 van de beschikking d.d. 29 februari 2016 en r.o. 3.10 van de beschikking d.d. 16 augustus 2016 zijn partijen door de Ondernemingskamer bij schrijven d.d. 29 augustus 2016 in de gelegenheid gesteld om via de griffie van de Ondernemingskamer (daarbij slechts fungerend als doorzendende instantie) aan de deskundigen hun reactie op het concept-plan van aanpak van het deskundigenonderzoek kenbaar te maken.

Via de OK ontvingen deskundigen de navolgende reacties op het concept-plan van aanpak:

- Schrijven mr de Haan d.d. 12 september 2016
- Schrijven mr te Winkel d.d. 12 september 2016
- Schrijven [SS] d.d. 9 september 2016
- Schrijven [UU] d.d. 12 september 2016
- Schrijven mr Van der Korst d.d. 21 september 2016

Deskundigen hebben de in vorenbedoelde schrijvens vervatte opmerkingen over het concept-plan van aanpak, waar wenselijk en nuttig, in het definitieve plan van aanpak verwerkt.
Het definitieve Plan van Aanpak werd vervolgens per email d.d. 30 september 2016 aan alle partijen toegezonden en wordt als **Bijlage 1** aan dit deskundigenbericht gehecht.

Los van commentaar op het concept-plan van aanpak hebben sommige partijen in hun schrijvens ook stellingen van inhoudelijke aard opgenomen. In dit verband wordt tevens verwezen naar het schrijven van [UU] d.d. 29 september 2016. Deskundigen hebben in hun email van 30 september 2016 aan partijen doen weten, dat zij het niet opportuun achtten, vooruitlopende op het t.z.t. uit te brengen deskundigenbericht nader in te gaan op de in vorenbedoelde (en wellicht nog te ontvangen) schrijvens vervatte inhoudelijke stellingen of verweren. Partijen hebben in de procedure volop de gelegenheid gehad alle in hun ogen relevante feiten en omstandigheden alsmede hun zienswijzen in het geding te brengen. Deskundigen hebben kennisgenomen van de standpunten en bijbehorende informatie van partijen, als vervat in de processtukken. Alle procespartijen worden gedurende twee maanden in de gelegenheid gesteld commentaar te leveren op het door deskundigen uit te brengen conceptrapport.

De meer specifieke werkwijze van deskundigen staat beschreven in het Onderzoeksprotocol, welk protocol als **Bijlage 2** aan dit deskundigenbericht wordt gehecht.

1.4 Door deskundigen ingeschakelde derden

Deskundigen zijn in hun werkzaamheden op onderdelen geassisteerd door medewerkers van NIBC en van Duff & Phelps. Deskundigen hebben voorts op onderdelen advies ingewonnen van mr. R. Schimmelpenninck, curator in de faillissementen van Van der Hoop Bankiers en van DSB Bank en van J. Wagenaar, Treasury & Risk manager Finques (beheerder van hypotheken in het faillissement van DSB Bank). De kwaliteit van de hypotheekportefeuille van SNS Bank hebben deskundigen nader laten analyseren door Open Source Investor Services (OSIS). Tot slot werd op een onderdeel advies van prof.mr.drs. M. Haentjens ingewonnen.

1.5 Toegang dataroom

Via een externe dataroomprovider Ansarada Pty Ltd werd een digitale dataroom ingericht, waarin alle processtukken en alle overige voor het onderhavige rapport relevante schriftelijke en digitale informatie alsmede alle verslagen van door deskundigen met derden gehouden interviews zijn ondergebracht. De dataroom werd beheerd door NIBC. Aan in de procedure verschenen partijen is toegang tot deze dataroom verleend nadat door hen een geheimhoudingsovereenkomst voor de toegang tot de digitale dataroom (Dataroom Terms of Access) voor akkoord was ondertekend.

1.6 Processtukken/informatie

Deskundigen hebben kennisgenomen van het gehele procesdossier en van alle tussen partijen tot op heden gewisselde processtukken, als nader gespecificeerd in de hieronder te noemen uitspraken, van welke uitspraken deskundigen eveneens kennis hebben genomen:

- Beschikking Ondernemingskamer d.d. 11 juli 2013
- Beschikking Hoge Raad d.d. 20 maart 2015 (ECLI:NL:HR: 2015:661)
- Beschikking Ondernemingskamer d.d. 26 februari 2016
- Beschikking Ondernemingskamer d.d. 16 augustus 2016

Deskundigen hebben voorts kennisgenomen van alle informatie, opgeslagen in de hierboven genoemde dataroom, als nader gespecificeerd in de als **Bijlage 3** aan dit deskundigenbericht gehechte Dataroom Index. Voorts hebben deskundigen kennisgenomen van de navolgende openbare stukken:

- Het rapport van de evaluatiecommissie nationalisatie SNSR (hierna: Rapport Frijns/Hoekstra)
- De openbare verslagen van curatoren in de faillissementen van Indover Bank (De Indonesische Overzeese Bank), Van der Hoop Bankiers, DSB Bank en Stichting Afwikkeling Onderhandse Schulden SNS Reaal.
- Relevante jaarrekeningen van SNSR en van SNS Bank.

Tot slot hebben deskundigen veel overige openbare bronnen geraadpleegd.

1.7 Interviews

Deskundigen hebben in het kader van hun onderzoek naar alle relevante feiten en omstandigheden, ook die welke niet algemeen bekend waren, in totaal 46 personen geïnterviewd. De lijst met geïnterviewde personen is als **Bijlage 4** aan dit deskundigenbericht gehecht. Van alle gehouden interviews zijn door de

geïnterviewde personen geautoriseerde verslagen opgesteld, welke vervolgens met hun medeweten zijn opgeslagen in de voor alle partijen, ná ondertekening van de Terms of Access, toegankelijke dataroom. Voorts zijn ter verkrijging van achtergrondinformatie in voorkomende gevallen informele gesprekken met personen gevoerd. Hiervan zijn geen verslagen opgesteld.

1.8 Inrichting van het onderzoek

Voor de inrichting van het onderzoek wordt verwezen naar het Plan van Aanpak alsmede naar het Onderzoeksprotocol. Deskundigen hebben van betrokken partijen relevante informatie verkregen die betrekking heeft op de aan deskundigen opgedragen taakstelling. Deskundigen hebben zich voor wat betreft met name DNB, SNS Bank c.a. en de externe accountant van SNSR c.a., zijnde KPMG, geconfronteerd gezien met het gegeven, dat bepaalde opgevraagde informatie zich naar het standpunt van genoemde partijen niet voor openbaarmaking via de dataroom leende, onder meer op grond van toezichtvertrouwelijke informatie (in de zin van art. 1:89 Wft), bedrijfsverantwoordelijkheid, contractuele geheimhoudingsplichten en de Wet Bescherming Persoonsgegevens. Waar het geen procespartijen betrof, kon afgifte van informatie in deze gevallen rechtens niet afgedwongen worden.

Deskundigen hebben allereerst een historisch en chronologisch overzicht opgesteld van alle relevante feiten en omstandigheden ook die welke niet algemeen bekend waren. Tot de relevante feiten en omstandigheden behoorde onder meer het optreden van DNB in het kader van haar toezichthoudende taak.
Deskundigen hebben vervolgens de financiële positie van SNSR c.a. per 1 februari 2013 geanalyseerd.

Vervolgens is geanalyseerd welk daadwerkelijk toekomstperspectief SNSR op de peildatum[1] zou hebben gehad indien de onderneming niet zou zijn genationaliseerd. In dit te verwachten perspectief zijn verdisconteerd de ernst van de problemen waarin SNSR en SNS Bank op het peilmoment verkeerden en voorts alle zojuist genoemde relevante feiten en omstandigheden, waaronder het optreden van DNB in het kader van haar toezichthoudende taak.

Tot slot is vastgesteld de werkelijke waarde. Dit is de prijs die, gegeven het objectief vastgestelde toekomstperspectief, tussen redelijk handelende partijen op het tijdstip van onteigening zou zijn overeengekomen bij een veronderstelde vrije verkoop van de onderscheiden effecten respectievelijk vermogensbestanddelen in het economische verkeer. Deskundigen hebben in het kader van de vaststelling van de werkelijke waarde tevens onderzocht of en in welke mate de door de Staat in 2008 in de vorm van Core Tier-1 capital securities verleende staatssteun (€ 750 mio waarvan nog € 565 mio resteert) een kwantificeerbaar waardeverhogend effect heeft gehad op de onteigende effecten en vermogensbestanddelen. Hetzelfde geldt op overeenkomstige wijze voor eventuele andere steun die zou zijn verleend, bijvoorbeeld in de vorm van door de Staat verstrekte garanties.

Deskundigen hebben tevens gewaardeerd de SNS Participatie Certificaten 3, zowel ervan uitgaande dat deze als achtergesteld moeten worden beschouwd, als ervan uitgaande dat deze niet als achtergesteld worden beschouwd.

[1] Peildatum is door deskundigen gedefinieerd als 1 februari 2013 voor opening van de beurs, dan wel 31 januari na sluiting van de beurs c.q. als datum van de boekhouding van SNSR en haar onderdelen. Peilmoment is door de Ondernemingskamer gedefinieerd als het tijdstip onmiddellijk voorafgaande aan de onteigening, zijnde 1 februari 2013, om 8.30 uur.

1.9 Hoor en wederhoor

Alle partijen zijn op de voet van artikel 198 van het Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering in de gelegenheid gesteld om opmerkingen te maken en verzoeken te doen. Deze gelegenheid hebben deskundigen conform hun plan van aanpak aan alle partijen gegeven bij de aanvang van het onderzoek. Een aantal partijen heeft gebruik gemaakt van de gelegenheid om commentaar te leveren op het concept plan van aanpak. In het definitieve plan van aanpak is het commentaar van partijen verwerkt voor zover dit door deskundigen wenselijk en opportuun werd geacht.

Deskundigen hebben via emailbericht d.d. 4 april 2017 alle procespartijen een kort voortgangsverslag doen toekomen. Daarbij hebben deskundigen partijen tevens doen weten een vertraging te voorzien van circa twee maanden in vergelijking met hun oorspronkelijke planning. Tevens is partijen medegedeeld dat het conceptrapport naar verwachting eerst eind september 2017 aan partijen zal worden toegezonden. Via emailbericht d.d. 29 augustus 2017 hebben deskundigen alle procespartijen wederom een kort voortgangsverslag doen toekomen. Daarbij hebben deskundigen partijen tevens doen weten een verdere vertraging te voorzien van vier tot zes weken. Tevens is partijen medegedeeld dat het conceptrapport naar verwachting in de eerste helft van november 2017 aan partijen zal worden toegezonden.

Op 27 juni 2017 werd een brief ontvangen van Mr. R. de Haan namens de Minister van Financiën, waarin vervat de constatering, dat door de Stichting Beheer SNS Reaal de door haar met het oog op het verkrijgen van toegang tot de dataroom getekende geheimhoudingsverklaring was geschonden door informatie, afkomstig uit de dataroom te gebruiken en aan te voeren in een andere procedure dan in de schadeloosstellingsprocedure. Deskundigen hebben vervolgens bij brief van 16 juli 2017 de Stichting Beheer SNS Reaal gesommeerd expliciet te verklaren dat informatie uit de dataroom niet meer zal worden gebruikt of aangevoerd in andere procedures dan de schadeloosstellingsprocedure, aan welke sommatie de Stichting Beheer SNS Reaal bij schrijven d.d. 19 juli 2017 heeft voldaan.

Via schrijven d.d. 29 juni 2017 heeft mr. P.J van der Korst namens VEB c.s. deskundigen verzocht aan de procespartijen inzicht te geven in de door deskundigen toe te passen waarderingsmethode(s) en de manier van toepassing daarvan. Achtergrond van het verzoek was dat naar het oordeel van VEB c.s. de hoeveelheid informatie en data opgeslagen in de dataroom zodanig groot was, dat voor het zinvol inzien en onderzoek van de daarin opgenomen stukken vereist is om te weten welke waarderingsmethode(s) door deskundigen worden toegepast. Via email d.d. 11 juli 2017 hebben deskundigen aan Mr. van der Korst het navolgende doen weten:

"Deskundigen wensen zich, in aanvulling op hetgeen zij hierover reeds in het plan van aanpak hebben vermeld, in dit stadium niet verder uit te laten over door hen toe te passen waarderingsmethode(s); als reeds aangegeven: dit zijn de Income Approach, Market Approach en Net Asset Value Approach. De genoemde methodieken zullen op de bij een waardering gebruikelijke wijze worden toegepast. Alle partijen krijgen na ontvangst van het concept deskundigenbericht twee maanden gelegenheid om commentaar te leveren. Deskundigen achten deze termijn ruim voldoende om partijen in de gelegenheid te stellen aan de hand van het concept deskundigenbericht gericht en selectief de informatie in de dataroom tot zich te nemen. Deskundigen verwijzen naar hun aan alle partijen eerder toegezonden plan van aanpak. Deskundigen zien in uw schrijven op dit moment geen aanleiding deze termijn te verlengen".

Per email van 13 november 2017 is aan partijen medegedeeld dat het conceptrapport aanvang daaropvolgende week STRIKT VERTROUWELIJK beschikbaar zou worden gesteld. Per email d.d. 15 november 2017 heeft mr. Schonewille bij deskundigen bezwaar aangetekend tegen de aangekondigde strikt vertrouwelijke toezending van het conceptrapport alsmede tegen het toegang verlenen tot de dataroom

onder strikte voorwaarden. Per email d.d. 17 november 2017 ontvingen deskundigen van Mr. De Haan een kopie van het door hem op dezelfde dag bij de Ondernemingskamer ingediende verzoekschrift om aan alle procespartijen geheimhouding op te leggen terzake van het conceptrapport en van de gegevens in de dataroom. De behandeling van het verzoekschrift door de Ondernemingskamer heeft plaats gevonden op 30 november 2017.

De Ondernemingskamer heeft bij beschikking d.d. 14 december 2017 (Zaaknummer: 200.122.906/02 OK) het verzoek van de Minister afgewezen, onder andere gebaseerd op de constatering van de Ondernemingskamer dat middels de voornoemde Dataroom Terms of Access vertrouwelijkheid van de inhoud van de dataroom voldoende is gewaarborgd.

Het door deskundigen opgestelde conceptrapport is op 15 december 2017 voor commentaar naar alle procespartijen gestuurd. Alle procespartijen zijn gedurende twee maanden in de gelegenheid gesteld commentaar te leveren op het conceptrapport.

Commentaren werden ontvangen van de belanghebbenden, als nader gespecificeerd in Hoofdstuk 10. Dit hoofdstuk bevat tevens de reactie van deskundigen op de ontvangen commentaren.

Deskundigen hebben ervan afgezien partijen dit rapport nogmaals in concept voor commentaar te doen toekomen, ook al wijkt het eindrapport in zoverre van het conceptrapport van 15 december 2017 af, dat met name aan de achtergestelde effecten en vermogensbestanddelen van SNSR een waarde wordt toegekend van € 282,4 mio, waar de waarde in het conceptrapport van 15 december 2017 werd ingeschat op nihil. De wijziging in de waardering is met name het gevolg van een (gewijzigde) inschatting van de juridische vraag of en in hoeverre de nà faillissementsdatum in het faillissement van SNS Bank vervallen 403 rente in het faillissement van SNSR zou kunnen zijn geverifieerd.
Deskundigen hebben aangenomen dat alle belanghebbenden in de lopende procedure nog uitvoerig de gelegenheid zullen krijgen hun commentaar op dit met name juridische vraagstuk te geven.

1.10 Disclaimer

Hoewel de informatie in dit rapport zo zorgvuldig mogelijk en naar beste weten is samengesteld, sluiten deskundigen iedere aansprakelijkheid uit voor eventuele onjuistheden en onvolledigheden in dit rapport. Aan dit rapport kunnen derhalve geen rechten jegens deskundigen worden ontleend.

1.11 Leeswijzer

Hoofdstuk 2 bevat de Managementsamenvatting. Hoofdstuk 3 bevat een chronologisch overzicht van de relevante feiten en omstandigheden inclusief het optreden van DNB in het kader van haar toezichthoudende taak, zoals zich dat heeft voorgedaan tot aan het peilmoment. In Hoofdstuk 4 is de financiële situatie van SNS Bank, Property Finance, Reaal en SNS Reaal voorafgaande aan en op het peilmoment nader in kaart gebracht. Hoofdstuk 5 schetst de onderzochte scenario's. Hoofdstuk 6 bevat een gedetailleerde beschrijving van het door deskundigen met het oog op het daadwerkelijke toekomstperspectief realistisch geachte CVC-scenario, de onteigening weggedacht. Hoofdstuk 7 bevat een gedetailleerde beschrijving van het faillissementsscenario, de onteigening weggedacht. Hoofdstuk 8 beschrijft de vaststelling van de werkelijke waarde van de onteigende effecten en vermogensbestanddelen in het CVC-scenario. Hoofdstuk 9 beschrijft de vaststelling van de werkelijke waarde van de onteigende effecten en vermogensbestanddelen in het faillissementsscenario. Hoofdstuk 10 bevat de van belanghebbenden ontvangen commentaren op het conceptrapport benevens de reactie van deskundigen op deze commentaren.

Hoofdstuk 2. Managementsamenvatting

Bij beschikking van 26 februari 2016 heeft de Ondernemingskamer een onderzoek door deskundigen gelast ter beantwoording van de in de beschikking onder 3.70 geformuleerde vraag met inachtneming van hetgeen in deze beschikking is overwogen.

2.1 Vraagstelling (r.o. 3.70 van de beschikking van 26 februari 2016)

"Met inachtneming van hetgeen hierboven is overwogen met betrekking tot de bij de vaststelling van de schadeloosstelling te hanteren maatstaf en uitgangspunten, zal de Ondernemingskamer aan de deskundigen de volgende vraag voorleggen:

Wat was op 1 februari 2013, onmiddellijk voorafgaande aan de onteigening — op het hiervoor in 3.11 vermelde peilmoment - naar uw oordeel de werkelijke waarde in de zin van artikel 6:8 lid 2 Wft van elk van de op de hiernavolgende lijst vermelde effecten en vermogensbestanddelen naar de hiervoor onder 3.10 genoemde maatstaf en met inachtneming van hetgeen overigens in deze beschikking is overwogen?
Lijst:

1. *Effecten, uitgegeven door of met medewerking van SNS Reaal, onderscheidenlijk SNS Bank, onteigend ten name van de Staat:*
   - *a. gewone aandelen SNS Reaal;*
   - *b. aandelen B SNS Reaal;*
   - *e. Stichting Beheer SNS Reaal Core Tier 1 securities;*
   - *f. 1°. 6.258% achtergestelde obligaties SNS Reaal;*
     2°. 8.45% achtergestelde obligaties SNS Reaal;
   - *g. 1°. 11.25% achtergestelde obligaties SNS Bank;*
     2°. 5.75% achtergestelde obligaties SNS Bank;
     3°. 6.25% achtergestelde obligaties SNS Bank;
     4°. 6.625% achtergestelde obligaties SNS Bank;
   - *h. SNS Participatie Certificaten 3;*
   - *i. € 5 million 4% Floating Rate achtergestelde obligaties SNS Bank.*

2. *Vermogensbestanddelen van SNS Reaal, onderscheidenlijk SNS Bank, onteigend ten name van de Stichting Afwikkeling Onderhandse Schulden SNS Reaal:*
   - *1°. de Van Doorn lening 2000-2020 (7.13%);*
   - *2°. de Van Doorn lening 2000-2020 (7.10%);*
   - *3°. de Stichting lening 1997-2014;*
   - *4°. de Poseidon lening 1999-2019;*
   - *5°. de Ohra Stichting lening 1999-2024.*

Bij deze waardebepaling geldt, zoals hiervoor bij de overwegingen omtrent de maatstaf is vastgesteld, het volgende.

De deskundigen dienen uit te gaan:

- *van het te verwachten toekomstperspectief van SNS Reaal respectievelijk SNS Bank op 1 februari 2013, onmiddellijk voorafgaande aan de onteigening, in de situatie dat geen onteigening zou hebben plaatsgevonden, in welk perspectief verdisconteerd zijn de ernst van de problemen waarin SNS Reaal*

en SNS Bank op het peilmoment verkeerden en voorts alle verdere feiten en omstandigheden die zich op dat tijdstip voordeden en die voor de veronderstelde koop van belang waren of konden zijn,
- *en van de prijs die, gegeven dat toekomstperspectief, tussen redelijk handelende personen op het tijdstip van onteigening tot stand zou zijn gekomen bij een veronderstelde vrije verkoop van de onderscheiden effecten respectievelijk vermogensbestanddelen in het economische verkeer tussen redelijk handelende partijen.*

Tot de feiten en omstandigheden die zich op het peilmoment voordeden behoren:
- *de waarde van activa en passiva per dat tijdstip, zoals deze indien nodig door deskundigen nader wordt vastgesteld, alsmede*
- *het optreden van DNB in het kader van haar toezichthoudende taak, zoals zich dat heeft voorgedaan tot aan het peilmoment,*
- *maar niet gebeurtenissen en ontwikkelingen die zich nadien hebben voorgedaan.*

Bij dit een en ander dient te worden geabstraheerd van het concrete voornemen tot en de voorbereidingen voor de onteigening alsmede van de omstandigheid dat de Minister als gegadigde tot op zekere hoogte in een dwangpositie verkeerde, omdat SNS Bank als systeemrelevante instelling moet worden beschouwd. Een gevonden waarde van het onteigende dient te worden gecorrigeerd, indien en voor zover deze waarde mede hierdoor wordt bepaald.

De Ondernemingskamer acht het voorshands aannemelijk dat DNB, in de situatie dat geen onteigening zou hebben plaatsgevonden, kort na 1 februari 2013 de rechtbank Amsterdam zou hebben verzocht om toepassing van de noodregeling als bedoeld in artikel 3:160 Wft en dat de rechtbank dit verzoek zou hebben toegewezen. Het staat de deskundigen evenwel vrij een ander toekomstperspectief (mede) in hun beoordeling te betrekken indien zij aanwijzingen hebben dat (er een aanzienlijke kans zou zijn geweest dat) DNB niettemin zou hebben afgezien van een verzoek om toepassing van de noodregeling en/of dat de rechtbank toepassing van de noodregeling zou hebben afgewezen.

De deskundigen dienen het voorts tot hun taak te rekenen om te onderzoeken of en in welke mate de door de Staat in 2008 in de vorm van Core Tier 1 capital securities verleende staatssteun (€ 750 miljoen waarvan nog € 565 miljoen resteert), gelet op de (resterende) terugbetalingsverplichting, de boeterente en verdere voorwaarden, per saldo — op het peilmoment — een kwantificeerbaar waardeverhogend effect had op de onteigende effecten en vermogensbestanddelen. Dit geldt op overeenkomstige wijze voor eventuele andere steun die zou zijn verleend, bijvoorbeeld in de vorm van door de Staat verstrekte garanties.
De deskundigen dienen de SNS Participatie Certificaten 3 te waarderen zowel ervan uitgaande dat deze als achtergesteld moeten worden beschouwd, als ervan uitgaande dat deze niet als achtergesteld worden beschouwd.
Alle overige te waarderen obligaties en andere vorderingen moeten als achtergesteld worden aangemerkt zoals neergelegd in de desbetreffende overeenkomsten, ook de Stichting Beheer SNS Reaal Core Tier 1 securities en de FNV Stichting lening 1997-2014.

De crediteuren van de achtergestelde vorderingen op SNS Bank moeten — bij hun aanspraken uit artikel 2:403 BW op SNS Reaal — worden aangemerkt als concurrente crediteuren van SNS Reaal.

De deskundigen dienen de vraag — bij voorkeur gezamenlijk — gemotiveerd te beantwoorden. Zij dienen daarbij alle omstandigheden in aanmerking te nemen die voor die waarde bepalend zijn, daaronder begrepen de relevante voorwaarden en verdere bepalingen die op de onderscheiden effecten en vermogensbestanddelen van toepassing zijn.

De keuze voor de toe te passen waarderingsmethode is aan deskundigen. Zij dienen die keuze te motiveren en een uiteenzetting te geven van de toegepaste waarderingsmethode(s)".

2.2 Relevante feiten en omstandigheden

SNSR verkeerde in een moeilijke financiële situatie, reeds sinds een langere periode voorafgaand aan de peildatum. De belangrijkste oorzaak van de problemen betrof Property Finance (PF), onderdeel van SNS Bank, bestaande uit een portefeuille van vastgoedleningen, ter grootte van ongeveer € 7 tot 8 mrd en tevens uit een verzameling vastgoedobjecten (Property Projects), zoals uitgewonnen vanuit voormalige probleemleningen, met een omvang van ongeveer € 0,5 mrd. De financiering van de leningen en vastgoed-objecten vond plaats vanuit SNS Bank. PF was door SNSR geacquireerd in 2006, vlak na de eigen beursgang, voor ongeveer € 800 mio. Na aanvang van de financiële crisis bleek dat er veel probleemleningen in de portefeuille van PF zaten, met name risicovolle projectfinancieringen. Bovendien bleek ook dat de controle op en over deze leningen te wensen overliet. Het gevolg was dat de benodigde voorzieningen op leningen met betalingsproblemen hand over hand toenamen en hiermee een steeds groter gat sloegen in het eigen vermogen van de moeder van PF, SNS Bank.

Laatstgenoemde was, buiten PF, een traditionele Nederlandse spaar- en hypotheekbank, met per peildatum ongeveer € 50 mrd aan woonhypotheken, gefinancierd met ca. € 32 mrd aan spaargelden, voor het overige met reguliere marktschuldfinanciering en met een relatief klein eigen vermogen. Qua omvang was SNS Bank de 4^{e} bank van Nederland, waarbij zij in grootte ongeveer 1/3^{e} deel was van het gemiddelde van de drie Nederlandse grootbanken, ABN AMRO, ING Bank en Rabobank. De hypotheekportefeuille van SNS Bank was van gemiddelde, tot wellicht iets lagere, kwaliteit in vergelijking met die van haar 3 grote concurrenten. De rentemarge (tussen voornamelijk hypotheekrente-inkomsten en kosten van financiering - rente op spaargelden en marktschuldfinanciering) vormde de belangrijkste inkomstenbron van SNS Bank.

Naast SNS Bank beschikte SNSR nog over een andere deelneming, de verzekeraar Reaal. Ook dit was een typische Nederlandse speler, met activiteiten op de terreinen van schadeverzekeringen, levensverzekeringen en pensioenen. Haar marktaandelen op deze terreinen waren groter dan die van SNS Bank. Reaal was immers door twee grote overnames in 2007 (AXA Nederland en Zwitserleven) fors toegenomen in omvang. Voor beide aankopen tezamen was ongeveer € 3,25 mrd betaald en dit was slechts voor een klein deel gefinancierd met nieuw uitgegeven aandelen. De overige financiering was met name geschied door nieuw aangetrokken leningen, waardoor ook dit verzekeringsonderdeel een relatief klein eigen vermogen had gekregen. Zelfs de Holding SNSR had extra vreemd vermogen aangetrokken om de financiering van de acquisities mogelijk te maken, leidend tot een zogenaamde double leverage.

Na de financiële crisis (vanaf medio 2008) kwam ook Reaal in zwaarder weer terecht; zeker toen vanaf 2009 ook de lange rente een stevige daling begon in te zetten, hetgeen verzekeraars, vanwege hun businessmodel, hard raakt. Bovendien verliep de integratie van de verzekeringsactiviteiten niet voortvarend. In 2008 moest SNSR dan ook staatssteun accepteren – middels een injectie van € 1,25 mrd zorgden de Staat en grootaandeelhouder Stichting Beheer voor extra vermogen in ruil voor zogenaamde Core Tier-1 capital securities, een vorm van superachtergesteld risicodragend vreemd vermogen, welke meegeteld mochten worden bij het eigen vermogen van SNSR, hoewel het de facto een superachtergestelde lening betrof. In eerste instantie zorgde deze injectie voor relatieve rust – SNSR kon zelfs in 2011 een deel van de injectie terugbetalen. Achteraf gezien was dit echter overmoedig; de Eurocrisis brak uit, leidend tot nog lagere renteniveaus, en met name vastgoedmarkten die zwaar onder druk kwamen te staan. PF begon hierdoor steeds meer te knellen – niet alleen vanwege het kwalitatief mindere karakter van de leningen, maar vooral ook door de onvoorspelbaarheid van de mogelijke verliezen op langere termijn. Grotere transacties op de

vastgoedmarkten waren inmiddels een zeldzaam fenomeen geworden met prijzen vooral gedreven door psychologie en minder door economie.

Vandaar dat zowel SNSR, alsook haar toezichthouder DNB en mede-eigenaar op afstand MinFin, zich vanaf eind 2011 sterk gingen richten op directe oplossingen voor deze problematiek: een erg onzekere vastgoedleningentak, die vooral verliezen opstapelde, en een te lage solvabiliteit, voornamelijk bij de bank doch ook bij de verzekeraar. Gezien deze kernproblemen lag de focus op een structurele oplossing voor PF en het aantrekken van extra risicodragend vermogen.

Deskundigen hebben deze zoektocht naar oplossingen in detail in kaart gebracht en nader geanalyseerd. Immers, mede en met name hier ligt de basis voor de mogelijke relevante toekomstperspectieven per peildatum, voor zowel SNS Bank als SNSR. De volgende observaties zijn hierbij van belang:

- Vanwege de onzekere financiële markten, zeker voor banken en verzekeraars, was het aantrekken van extra risicodragend vermogen geen sinecure. Bovendien creëerde de lange termijn onzekerheid van PF een nagenoeg onneembare horde voor een grote publieke emissie van aandelen dan wel voor het aantrekken van meer risicovolle vormen van schuldfinanciering;
- Hierdoor lag de sleutel voor een oplossing bij PF. Zoals elders in Europa inmiddels ook meerdere malen was geschied, was het duidelijk dat PF moest worden gesepareerd van de beide overige onderdelen middels een Asset Protection Scheme of een Bad Bank. Via een dergelijke oplossing zou duidelijkheid worden gecreëerd voor SNS (Retail) Bank en Reaal en zou hiermee een externe financiering voor beide wellicht wel mogelijk zijn geworden;
- MinFin twijfelde echter: zij zou bij een dergelijk vehikel te hulp moeten schieten (via garanties dan wel met extra funding), daar waar bij haar een grote voorkeur bestond voor burden sharing, zodat private partijen de rekening van de oplossing voor het (over)grote deel zouden betalen. Daarom drong MinFin erop aan om eerst de overige oplossingsmogelijkheden ook grondig te onderzoeken, zoals het verkennen van M&A-opties oftewel de verkoop van onderdelen;
- Meest logisch qua mogelijke verkoop was de verzekeraar Reaal of één van haar onderdelen. SNSR startte met het peilen van belangstelling voor de schadeverzekeraar, een relatief eenvoudig te separeren onderdeel, dat betrekkelijk weinig last had van de inmiddels gestage rentedaling. Echter, verkoop van dit onderdeel zou te weinig nieuw vermogen opbrengen; hiervoor was de problematiek binnen SNS Bank inmiddels te groot, net als de double leverage op de Holding (die was eind 2012 ca. € 900 mio, een bedrag dat afgelost moest worden). Vervolgens werd vanaf medio 2012 gekeken naar verkoop van de gehele verzekeraar, maar ook deze zoektocht bleek tevergeefs. De nijpende positie van SNSR was reeds bekend en concurrerende verzekeraars hadden elk hun eigen uitdagingen;
- In deze zoektocht naar kopers doken ook CVC, private equity speler, en ASR op. CVC had interesse om een actieve rol te gaan spelen bij het consolideren van de Nederlandse verzekeringsmarkt (over de noodzaak van een consolidatie waren alle spelers het eens) en ook ASR wilde doorontwikkelen en zo op verdere afstand komen staan van haar toenmalige eigenaar, de Nederlandse Staat. Beiden hadden belangstelling voor Reaal, maar ASR zag, althans gedurende de 2^{e} helft van 2012, geen brood in een combinatie met CVC. Vandaar dat gesprekken in deze richting ook zeer moeizaam verliepen, voorzover er al gesproken werd;
- Ondertussen tikte de tijd voort en had DNB de drie Nederlandse grootbanken ontboden om mee te denken over een oplossing voor SNS Bank, want ook deze drie waren hier zeer bij gebaat. Een eventueel faillissement van SNS Bank zou het Deposito Garantie Stelsel in werking stellen en tot enorme kosten gaan leiden voor de drie banken. Het idee was dat de Staat en de drie banken het probleem 50-50% zouden oplossen – grote vraag hierbij was echter hoe de vermogensinjectie van de drie banken moest en mocht plaatsvinden. Bovendien waren de grote drie ook niet echt gecharmeerd van een participatie in een separaat vehikel PF. Vanwege de druk van DNB, de

uiteindelijk ingeziene noodzaak van PF-separatie en het mogelijke veto van de EC inzake een eigen vermogensparticipatie van twee (ING en ABN AMRO) van de drie GBs in SNS Bank, werd daarom in opdracht van MinFin in november toch een onafhankelijke waardering gestart van PF, de Cushman & Wakefield (C&W)-analyse, op basis van de zogenaamde REV-methode, zoals door de EC vereist bij staatssteun;

- Reeds na 6 weken was C&W klaar: PF zou minimaal € 2,4 mrd aan vastgoedleningen en vastgoed objecten extra moeten afboeken, waardoor volgens DNB een kapitaalinjectie in SNS Bank nodig was van € 1,84 mrd. Bovendien gaf de EC ongeveer op datzelfde moment aan, dat participatie van twee van de drie grootbanken rechtstreeks in een Bad Bank vanwege de geldende acquisition bans niet mogelijk was. CVC was echter nog steeds in de race, zag een mogelijkheid om samen met de Staat (voor ongeveer 65-35%) een grote emissie van nieuwe aandelen te arrangeren, liefst ook een combinatie met ASR voor te bereiden, maar had (ook) geen belangstelling voor het te separeren PF. Voor het laatste had CVC de drie Nederlandse grootbanken op het oog, naast de Staat en de Stichting Beheer;
- In januari bleek de vasthoudendheid van CVC: zelfs een afboeking van € 2,4 mrd zou mogelijk zijn en de integratie met ASR werd losgelaten als directe eis voor haar grote injectie qua nieuw eigen vermogen. Echter, toen de drie GBs aangaven liever een bankenheffing, zoals inmiddels door MinFin voorgesteld, te accepteren dan mee te werken aan het CVC-plan en MinFin steeds meer neigde naar een nog grotere afboeking op PF (van op het allerlaatste moment zelfs € 2,8 mrd), viel het CVC-plan af op 31 januari 2013, de door DNB gestelde deadline voor een allesomvattende oplossing voor SNS Bank en SNSR. Alleen de noodregeling, vrijwel zeker gevolgd door faillissement, of nationalisatie resteerden. Uiteindelijk besloot MinFin mede op verzoek van DNB tot nationalisatie over te gaan.

Het gevolg is bekend: in het kader van burden sharing werden specifieke effecten en vermogensbestand-delen (met name aandelen en publieke en onderhandse achtergestelde leningen van SNS Bank en SNSR) onteigend, werd PF vervolgens door de Staat gesepareerd en werd laatstgenoemde volledig eigenaar van SNSR per 1 februari 2013.

2.3 Twee relevante toekomstperspectieven

Als gevolg van bovengenoemde analyse komen deskundigen tot de conclusie dat er voor SNSR feitelijk twee relevante toekomstperspectieven waren op het peilmoment/de peildatum, zijnde 1 februari 2013: (i) de noodregeling, gevolgd door faillissement en (ii) het CVC-scenario. Daar waar het eerste perspectief logisch is, met name als referentiekader bij de bepaling van de relevante schadeloosstelling, willen deskundigen de keuze voor het tweede kort nader toelichten.

Allereerst is het hierbij van belang om het probleem van PF nader te belichten: deskundigen menen hierbij dat een afboeking van € 2,4 mrd op de leningenportefeuille (tezamen met de vastgoedobjecten) voldoende zou zijn geweest, in plaats van de door MinFin op het laatste moment geëiste € 2,8 mrd afboeking. Niet alleen was dit de uitkomst volgens de Base Case van Cushman & Wakefield, tegelijkertijd was het ook veel meer dan zowel EY, reeds sedert enige jaren direct betrokken bij de waardering van de portefeuille als onafhankelijke derde, als PF zelf nodig achtten, zelfs in hun pessimistische scenario's. Bovendien zien deskundigen ook twee relevante onderdelen van de C&W-analyse als prudent: zowel de door C&W gebruikte disconteringsvoet alsook de hoeveelheid zogenaamde sub-performing loans in C&W's analyse. Dit betekent dat CVC naar het oordeel van deskundigen met een lagere afboeking (€ 2,4 mrd) had hoeven te

rekenen dan de op het laatste moment (30 januari 2013) door MinFin geëiste € 2,8 mrd, waardoor het CVC-plan op dit punt realistisch was.[2]

Bovendien zijn deskundigen van mening dat de zogenaamde funding van de nieuw op te richten Bad Bank, waarin PF zou opgaan, in het CVC-plan relatief eenvoudig was geweest: eenzelfde bankenheffing als gebruikt bij de nationalisatie had meer dan voldoende middelen gegenereerd voor deze funding en op goedkeuring kunnen rekenen vanuit de EC, terwijl het tegelijkertijd een extra injectie in SNS (Retail) Bank had mogelijk gemaakt. Tezamen met de gezamenlijke emissie van CVC en de Staat had dit de solvabiliteit van SNS Bank in voldoende mate kunnen verbeteren. Naast deze beide vormen van burden sharing (CVC's injectie van ca. € 900 mio en een bankenheffing van ongeveer € 1 mrd), was CVC ook van plan om houders van achtergestelde schulden (met name de zogenaamde Tier 1's) mee te laten bijdragen aan de oplossing middels een zogenaamde Liability Management exercise, waarbij de Tier-1's ongeveer 25% van de nominale waarde van hun vordering zouden overhouden. Kortom: voldoende injectie van nieuw risicodragend vermogen, uitgebreide burden sharing en, niet onbelangrijk, een relatief kleine bank zou in commerciële handen zijn gebleven, waardoor ook de concurrentie in het Nederlandse bankenlandschap niet verder zou zijn uitgehold. Het CVC-scenario was hierdoor wel degelijk een relevant toekomstperspectief.

Qua benodigde tijd zou CVC vanaf 31 januari 2013 nog relatief kort nodig hebben gehad voor een finaal contract (SPA) en andere benodigde goedkeuringen. Haar commitment was overduidelijk – de achterliggende investeerders waren al die maanden geheel op de hoogte gehouden en alle verdere voorbereidende activiteiten waren reeds bekostigd. Een mogelijke bankrun na 31 januari 2013 had wellicht nog roet in het eten kunnen gooien, maar de werking van het DGS was in de periode ervóór al duidelijk gebleken: spaarders bij SNS Bank met tegoeden tot en met € 100.000 voelden zich voldoende comfortabel en gaven hiermee geen indicatie voor verdere verslechtering op dit vlak tot aan de geplande publicatiedatum van de voorlopige 2012 cijfers op 14 februari 2013. Uitstel van de geplande publicatie in combinatie met de aankondiging tegelijkertijd, dat in samenwerking met CVC een structurele oplossing voor de problemen was gevonden, zou evenmin tot een bankrun hebben geleid.

2.4 Toekomstperspectief 1

Deskundigen zijn om de hiervoor genoemde redenen van oordeel dat los en onafhankelijk van het faillissementsscenario ook een ander toekomstperspectief (mede) in hun beoordeling moet worden betrokken, aangezien zij op grond van de bevindingen uit hun onderzoek tot de conclusie zijn gekomen dat het CVC-scenario, onder voorwaarden en met medewerking van alle partijen, inclusief DNB en MinFin, haalbaar en levensvatbaar zou zijn geweest, in welk geval toepassing van de noodregeling niet geïndiceerd zou zijn geweest althans in welk geval de rechtbank de toepassing van de noodregeling hoogst waarschijnlijk zou hebben afgewezen en een faillissement dientengevolge niet aan de orde zou zijn geweest.

Dit oordeel is in hoofdzaak gebaseerd op de navolgende bevindingen:

- Op basis van een maximaal benodigde afboeking van € 2,4 mrd op PF per medio 2012, zou de door CVC beoogde kapitaalinjectie van € 1,4 mrd middels een zogenaamde discounted rights issue (voor 65% oftewel € 910 mio "underwritten" door CVC en voor 35% oftewel € 490 mio door de Staat) een voldoende kapitaalbuffer gegeven hebben voor SNS Bank ná afsplitsing van PF, zulks in combinatie

[2] Een mogelijk argument voor € 2,8 mrd afboeking was wellicht nog geweest de uitkomst van de C&W-analyse-update per 31 december 2012, uitgegeven februari 2013 (update t.o.v. eerdere datum 30 juni 2012). Doch deze update leidde zelfs tot per saldo € 230 mio (Base Case) respectievelijk € 395 mio *minder* benodigde afboekingen, waarmee ook dit argument voor het zogenaamde mid-point verviel.

met de eveneens door CVC beoogde extra vermogensinjectie van € 400 mio middels een lening van € 550 mio van de drie GBs[3], waarvan € 150 mio bestemd zou zijn voor PF;
- Het in de vorm van een Bad Bank (ook wel New Bank genoemd) af te splitsen PF zou in het CVC-plan een eigen vermogen van ruim € 300 mio hebben verkregen, te financieren door de Staat met € 150 mio, door het bedrag ad € 150 mio van de hiervoor genoemde lening van de drie GBs en een klein deel door de Stichting Beheer SNS Reaal[4];
- Daarenboven beoogde CVC een zogenaamde Liability Management exercitie door te voeren, in welk kader aan alle houders van achtergestelde Tier 1-schulden, zowel bij SNS Bank als bij SNSR, een aanbod zou worden gedaan om hun achtergestelde vorderingen te kopen tegen 25% van de nominale waarde;
- Daarnaast beoogde CVC nog een mogelijke combinatie (in de vorm van een fusie) van REAAL met ASR, hetgeen significante synergieën had kunnen opleveren, doch dit onderdeel bleek, mede vanwege de afwerende houding van ASR, niet, althans nog niet, realiseerbaar, met gevolg dat CVC genoegen nam met het openhouden van de mogelijkheid van de combinatie op een later tijdstip.

De EC had in december 2012 al aangegeven, dat een participatie van ABN AMRO en ING Bank (twee van de drie GBs) in de kapitalisatie van de Bad Bank, vanwege de voor hen bestaande acquisition ban, niet zou worden toegelaten. Echter, deskundigen zijn van oordeel dat de in het kader van de nationalisatie aan de 3GBs (en alle overige Nederlandse banken) opgelegde bankenheffing van € 1 mrd evenzeer gebruikt had kunnen worden voor de financiering van de Bad Bank in de CVC-optie, in welk geval een directe participatie van ABN AMRO en ING Bank niet aan de orde zou zijn geweest en de beoogde transactie in dat kader door de EC toelaatbaar zou zijn geacht.[5] Deskundigen kunnen zich niet aan de indruk onttrekken dat dit plan en daarmede het CVC-scenario is gesneuveld onder meer en met name door het gebrek aan medewerking op dit punt van de 3GBs alsmede door het gebrek aan bereidheid van met name MinFin voor het CVC-scenario.

Het zou op de peildatum weliswaar nog enige tijd hebben gevergd om de CVC-transactie geheel te voltooien, waardoor de feitelijke transactie waarschijnlijk niet op de door MinFin en DNB beoogde streefdatum van 14 februari 2013 (geplande publicatiedatum voorlopige jaarcijfers 2012) zou zijn afgerond, doch deskundigen zijn, gelijk hiervoor opgemerkt, van oordeel dat aankondiging van de contouren van dit reddingsplan in combinatie met al of niet uitstel van publicatie van de voorlopige jaarcijfers niet tot een bankrun zouden hebben geleid.[6]

Samenvattend zijn deskundigen van oordeel dat het CVC-scenario, zoals dit op 31 januari 2013 op tafel lag, haalbaar, financierbaar en hiermee levensvatbaar was. Het ging uit van een prudente afboeking op de PF-portefeuille van € 2,4 mrd (die voldeed aan de door EC vereiste REV-waarderingsmethode), het voorzag in een voldoende mate van kapitaal voor zowel SNS Bank als ook voor de nieuw op te richten bad bank PF en het leidde tot een extra vorm van burden sharing, middels met name de € 900 mio kapitaalinjectie door het Consortium.[7]

[3] Als eerder aangegeven, wellicht (gedeeltelijk) te vervangen door een algehele bankenheffing.
[4] Wellicht nog meer, in geval van een algehele bankenheffing ter grootte van € 1 mrd.
[5] Er is correspondentie tussen de EC en MinFin waaruit duidelijk blijkt dat deze oplossing is overwogen en waarschijnlijk op goedkeuring had kunnen rekenen van de EC, zo wist ook DNB. Zie chronologisch overzicht d.d. 10 en 17 januari 2013.
[6] SNS Bank beschikte op de peildatum over ruim voldoende liquiditeiten. Haar uitdaging was de te lage solvabiliteit, niet de liquiditeit. Een aankondiging van het CVC plan zou waarschijnlijk juist tot meer vertrouwen van spaarders hebben geleid.
[7] Dit was het beoogde aandeel van CVC in de emissie van € 1,4 mrd.

Het vraagstuk omtrent het uiteindelijke commitment van MinFin voor dit voorstel achten deskundigen hierbij minder relevant, gezien het aan hen door de OK voorgelegde verzoek om te komen tot levensvatbare toekomstscenario's voor SNSR, de nationalisatie wegdenkend. Hierbij is het in de ogen van de deskundigen minder relevant wat het commitment van de Staat (MinFin) zou zijn geweest voor deze scenario's, aangezien de Staat anders de levensvatbaarheid van deze scenario's zelf zou kunnen beïnvloeden, waardoor elk alternatief naast onteigening in theorie niet levensvatbaar zou kunnen worden. Bovendien menen deskundigen in Hoofdstuk 6 voldoende te hebben toegelicht dat de CVC-Aanbieding economisch gezien superieur was in vergelijking met de nationalisatie, ook voor de Staat. De Staat als 'redelijk handelende partij' had volgens deskundigen de CVC-Aanbieding boven nationalisatie kunnen kiezen.

2.5 Toekomstperspectief 2

Kort samengevat zijn deskundigen op basis van alle door hen vastgestelde relevante feiten en omstandigheden en conform het oordeel van de Ondernemingskamer tot de conclusie gekomen, dat het aannemelijk is dat, indien geen onteigening zou hebben plaatsgevonden, DNB overeenkomstig haar aankondiging, als vervat in haar informerende brief aan MinFin d.d. 24 januari 2013, op basis van artikel 6:5 Wft, en in lijn met haar definitief SREP-besluit d.d. 27 januari 2013, kort na 1 februari 2013 de rechtbank Amsterdam zou hebben verzocht om toepassing van de noodregeling als bedoeld in artikel 3:160 Wft en voorts dat de rechtbank dit verzoek zou hebben toegewezen. Immers op 31 januari 2013 had de enige nog resterende oplossing, te weten -simpel gezegd- de door CVC beoogde transactie, schipbreuk geleden door het met name niet bereiken van finale overeenstemming met MinFin en DNB, en hiermee definitief afketsen van de met CVC gevoerde onderhandelingen.

Deskundigen achten het voorts aannemelijk dat de noodregeling op korte termijn zou zijn gevolgd door faillissement nu een mogelijke transactie met CVC niet meer aan de orde was en verkoop van SNS Bank als geheel, gezien haar kwetsbare financiële situatie en onder de destijds vigerende moeilijke marktomstandigheden simpelweg niet, althans niet op korte termijn, realiseerbaar zou zijn geweest. Buiten CVC had zich geen enkele concrete gegadigde voor overname van SNS Bank gemeld en concrete interesse op korte termijn viel niet te verwachten. Als gevolg van de noodregeling zouden rekeninghouders niet langer over hun tegoeden kunnen beschikken en de toegang van SNS Bank tot de betalingssystemen zou conform de van toepassing zijnde voorwaarden van de betaalsystemen met onmiddellijke ingang automatisch zijn beëindigd. *"Er kan dus geen geld meer in of uit",* aldus Schimmelpenninck (curator van DSB-bank) in het met hem gehouden interview[8]. DNB zou onverwijld gehouden zijn het Deposito Garantie Stelsel toe te passen. DNB had voorts bij herhaling en onder meer in haar definitief SREP-besluit van 27 januari 2013 reeds aangegeven dat zij, indien SNS Bank er niet in zou slagen vóór 31 januari 2013 18.00 uur haar kernkapitaal met minimaal € 1,84 mrd aan te vullen, althans een finale oplossing voor het kapitaaltekort te presenteren, welke naar het oordeel van DNB een voldoende mate van zekerheid van slagen zou hebben, het niet langer verantwoord zou achten dat SNS Bank het bankbedrijf zou uitoefenen.

Onder meer intrekking van de bankvergunning en eventueel andere maatregelen op grond van de bevoegdheden van DNB uit hoofde van de Wft zouden het directe gevolg zijn geweest. Het faillissement van SNS Bank zou mede als gevolg van de afgegeven 403 verklaring en de over en weer bestaande vele kruisverbanden, tevens hebben geleid tot het faillissement van SNSR en eveneens tot het faillissement van PF, nu PF vanwege haar afhankelijkheid van de financiering door SNS Bank in acute liquiditeitsproblemen zou zijn gekomen en kampte met een substantieel negatief eigen vermogen.

[8] Zie gespreksverslag interview mr Schimmelpenninck d.d. 26 januari 2017.

Hoewel faillissement formeel niet gezien kan worden als een levensvatbaar toekomstscenario, zijn de uitkomsten van dit scenario wel van groot belang voor de bepaling van de schadeloosstelling voor de (voormalige) eigenaren van de onteigende effecten en vermogensbestanddelen. Immers, toepassing van de interventiewet gaat feitelijk ook al uit van het 'No Creditor Worse Off'[9] principe, zoals later formeel vastgelegd in de BRRD[10]. Dit principe houdt concreet in dat geen enkele crediteur noch aandeelhouder slechter af mag zijn in geval van een zogenaamde bankresolutie dan dat zij zouden zijn geweest in geval van een reguliere insolventieprocedure.

Deskundigen hebben de door hen ingeschatte gang van zaken in en de uitkomsten van het veronderstelde faillissement van SNS Bank c.a. in Hoofdstuk 7 uitvoerig geanalyseerd. Deskundigen zijn van oordeel, dat het bij de afwikkeling van faillissementen van banken voor curatoren in de meeste gevallen veel aantrekkelijker is om een bank in faillissement niet direct te liquideren doch via een zogenaamd run-off scenario (uitdienscenario), waarbij jaarlijks veel cash wordt gegenereerd, maximaal af te wikkelen en te gelde te maken. Deskundigen verwijzen in dit verband naar de eerder in Nederland failliet verklaarde DSB Bank (oktober 2009), in welk faillissement curatoren in hun meest recente openbare verslag van 31 oktober 2017 hebben aangekondigd nog ten minste tot in 2020 de aanwezige hypotheekportefeuille in het kader van het lopende run-off scenario te zullen beheren en af te wikkelen en in welk faillissement alle crediteuren, derhalve ook de achtergestelde crediteuren, hun volledige hoofdvordering zullen terugontvangen. Bovendien zijn deskundigen van oordeel, dat de financiële situatie van SNS Bank per 1 februari 2013 ook zodanig was, dat een dergelijk run-off-scenario daadwerkelijk substantieel meer middelen zou hebben gegenereerd dan een directe liquidatie, welke -mede gezien haar omvang en de vigerende slechte economische omstandigheden- met grote verliezen gepaard zou zijn gegaan. Waar curatoren de wettelijke taak hebben in het belang van de collectieve schuldeisers een zo hoog mogelijke opbrengst voor alle activa te realiseren, hadden zij naar het oordeel van deskundigen niet anders kunnen handelen dan te opteren voor een run-off-scenario in plaats van te kiezen voor onmiddellijke liquidatie (fire sale) van alle activa. Dit mede gegeven het feit dat bij de aanvang in de boedel meer dan voldoende liquide middelen aanwezig zouden zijn geweest om de separatisten (de pandhouders) direct inclusief rente af te lossen. Het aantrekken van een boedelkrediet zou dus niet nodig zijn geweest. Deskundigen hebben de keuze voor het specifieke run-off scenario in Hoofdstuk 7 uitvoerig toegelicht.

Het door MinFin nemen van het in faillissement te verwachten liquidatieresultaat als uitgangspunt voor de vaststelling van de schadeloosstelling achten deskundigen mitsdien niet correct. Deskundigen achten in hoge mate onaannemelijk dat curatoren tot onmiddellijke liquidatie zouden zijn overgegaan. Daarmede zouden curatoren hun wettelijke taak (opbrengstmaximalisatie) hebben miskend.

In Hoofdstuk 7.10 zijn met het oog hierop de geschatte uitkomsten voor schuldeisers van het run-off-scenario in het faillissement van SNS Bank in kaart gebracht. In Hoofdstuk 7.11 is de relevantie van de afwikkeling van het faillissement van PF voor de boedel van SNS Bank nader geanalyseerd. In Hoofdstuk 7.14 zijn vervolgens de uitkomsten voor schuldeisers in het faillissement van SNSR beschreven.

Deskundigen gaan cijfermatig uit van de navolgende aannames:

- Van de kasstroom, die gedurende de (aangenomen) 10-jarige afwikkeling via run-off beschikbaar komt in het faillissement van SNS Bank ná eerste uitdeling, zijnde € 48,542 mrd wordt in totaal € 41,881 mrd uitgekeerd aan de concurrente schuldeisers uit hoofde van hoofdsom en rente tot aan faillissementsdatum;

[9] Zie persbericht DNB d.d. 27 juni 2012.
[10] Bank Recovery & Resolution Directive, zoals officieel door de EC opgesteld als ***Richtlijn*** 2014/59/EU van 15 mei 2014 en vervolgens door Nederland geïmplementeerd per 26 november 2015.

- De concurrente schuldeisers ontvangen daarmede betaling van hun gehele vordering inclusief rente tot aan faillissementsdatum;
- Vervolgens resteert voor uitdeling nog een bedrag van € 6,661 mrd. Hiervan wordt in 2023, 10 jaar na de peildatum, in totaal € 703 mio aangewend voor aflossing van de per faillissementsdatum openstaande achtergestelde schulden, waarna bij het verbindend worden van de slotuitdelingslijst in 2023 en derhalve bij beëindiging van het faillissement van SNS Bank een boedeloverschot resteert van maar liefst € 5,958 mrd. Dit forse overschot impliceert dat achtergestelde schuldenaren van SNS Bank met grote zekerheid hun gehele vordering betaald zouden hebben gekregen aan het einde van de run-off periode;
- Terzijde zij opgemerkt dat is aangenomen dat de vordering van SNS Bank op PF ad ca. € 8,124 mrd, ná afboeking van in totaal € 2,4 mrd (gebaseerd op de boekwaarde per 30 juni 2012), pro saldo € 5,724 mrd tot en met 2023 integraal in het faillissement van PF aan de boedel van SNS Bank zal kunnen worden voldaan, waarbij eventuele rente-inkomsten van PF meer dan voldoende zijn om de liquidatie- en beheerskosten aldaar te dekken. Aangenomen is dat uit het faillissement van PF geen rente over de lening wordt uitbetaald aan SNS Bank.

De wijze van afwikkeling van het boedeloverschot ná het verbindend worden van de slotuitdelingslijst is beschreven in Hoofdstuk 7.12. In de aan het einde van het faillissement te deponeren slotuitdelingslijst wordt geen rekening gehouden met vanaf de faillissementsdatum verschuldigde rente. Voor wat betreft de nà faillissementsdatum verschuldigde rente zijn deskundigen uitgegaan van de contractuele rente tot einde lopende contracten, waarna de wettelijke rente voor consumententransacties is berekend voor spaargelden, spaardeposito's en termijndeposito's van particuliere klanten en de wettelijke handelsrente voor de overige door ondernemingen verstrekte leningen. De rente, verschuldigd vanaf faillissementsdatum, komt ingevolge artikel 128 FW niet voor verificatie in aanmerking. Eerst bij vereffening ná het einde van een faillissement dient rekening te worden gehouden met ná de faillietverklaring vervallen rentevorderingen van de geverifieerde schuldeisers. Weliswaar kunnen de rentevorderingen ingevolge artikel 128 FW niet in het faillissement worden geverifieerd, echter de over vorderingen lopende rente na de faillietverklaring loopt wel door. De gefailleerde is die doorlopende rente verschuldigd gebleven. Indien een schuldeiser een renteaanspraak heeft, dient de vereffenaar daarmee overeenkomstig de regeling van onder meer de artikelen 2: 23a, 23b en 23 c BW met die aanspraak rekening te houden.

Het hiervoor genoemde boedeloverschot in het faillissement van SNS Bank dient derhalve te worden aangewend om de sedert faillissementsdatum vervallen doch niet geverifieerde en niet in de gedeponeerde uitdelingslijsten verdisconteerde rente primair te betalen aan de erkende concurrente crediteuren. De aan concurrente crediteuren toekomende rente gaat derhalve in rang voor de rente verschuldigd aan achtergestelde schuldeisers, tenzij in de toepasselijke voorwaarden staat vermeld dat de rente over de achtergestelde vordering concurrent is[11].

Aangezien de nog verschuldigde rente vanaf faillissementsdatum ad ca. € 14,954 mrd (ca. € 14,659 mrd voor de concurrente schuldeisers en ca. € 295 mio voor de achtergestelde schuldeisers) hoger zou zijn geweest dan het bedrag van het boedeloverschot ad € 5,958 mrd, zou het gevolg zijn geweest, dat op verzoek van de vereffenaar een tweede faillissementsprocedure voor SNS Bank zou zijn geopend en het boedeloverschot in het tweede faillissement aan geverifieerde schuldeisers zou zijn uitgekeerd met inachtname van de wettelijke rangorde.

[11] Dit geldt slechts voor één achtergestelde lening van SNS Bank, te weten de achtergestelde onderhandse lening van Stichting Pensioenfonds Poseidon.

Van de openstaande post rente sedert faillissementsdatum, verschuldigd aan concurrente crediteuren ad in totaal € 14,659 mrd, zou via aanwending van het boedeloverschot ca. € 5,958 mrd kunnen zijn voldaan, met als gevolg dat ca. € 8,701 mrd aan rente verschuldigd aan concurrente crediteuren onbetaald zou zijn gebleven. Ook de sedert faillissementsdatum aan achtergestelde schuldeisers verschuldigde rente ad in totaal € 295 mio zou onbetaald zijn gebleven. Aangenomen is dat ingevolge artikel 136 FW de totale rentevordering ad € 14,954 mrd uit hoofde van de door SNSR ten behoeve van SNS Bank verstrekte 403 verklaring door de schuldeisers als concurrente schuld ook integraal zou zijn ingediend in het faillissement van SNSR. Aangezien het rentevorderingen betreft, vervallen ná faillissementsdatum, wordt aangenomen dat verificatie in het eerste faillissement van SNSR in strijd zou zijn geweest met ondermeer artikel 128 FW. Verificatie van deze rentepost zou mitsdien alleen mogelijk zijn geweest in een tweede faillissement van SNSR, tenzij er sprake zou zijn geweest van een surplus in het kader van de vereffening. In het geval derhalve dat nà betaling van de erkende concurrente en daarvoor in aanmerking komende achtergestelde schuldvorderingen bij beëindiging van het faillissement van SNSR sprake zou zijn geweest van een surplus dat echter niet voldoende zou zijn geweest om alle opeisbare en verifieerbare rentevorderingen te voldoen.

Terzijde merken deskundigen hier op, dat zij in hun aanvankelijke concept-bericht ervan waren uitgegaan dat de 403 rente, voortvloeiende uit het faillissement van SNS Bank, via artikel 2: 403 BW en artikel 136 FW, wel verifieerbaar zou zijn geweest in het eerste faillissement van SNSR. Mede op grond van de ontvangen commentaren en het op verzoek van deskundigen door prof.mr.drs. Haentjens uitgebrachte advies (**Bijlage 10)**, zijn deskundigen nader tot het oordeel gekomen dat deze rente uitsluitend verifieerbaar zou zijn geweest in het tweede faillissement van SNSR.

Het faillissement van SNSR zou als volgt zijn afgewikkeld. Het belangrijkste actief van SNSR vormde de deelneming in Reaal N.V. Op basis van door deskundigen uitgevoerde taxaties is de (eigen vermogen) waarde van Reaal N.V. ingeschat op ca. € 1,3 mrd. Inclusief de overige activa wordt het totale boedelactief van SNSR ingeschat op ca. € 1,52 mrd. De tot en met 2023 (10 jaar na de peildatum) te maken beheerskosten worden ingeschat op ca. € 138 mio, zodat aan het einde van het faillissement een boedelactief resteert van ca. € 1,39 mrd. Daarbij is uit oogpunt van prudentie geen rekening gehouden met eventuele op het saldo van de faillissementsrekening jaarlijks te genereren rente[12]. Immers, de geschatte verkoopopbrengst voor Reaal N.V. (inclusief het bijbehorende SNS Asset Management) zou waarschijnlijk al ver voor de afloop van de 10-jarige run-off periode geïncasseerd zijn.

Tegenover het boedelactief van pro saldo ca. € 1,39 mrd staan in het faillissement van SNSR concurrente schulden ad in totaal ca. € 620 mio en achtergestelde schulden ad ca. € 376 mio. De Stichting Beheer resp. Nederlandse Staat waren houder van € 423 mio resp. € 564 mio Core Tier 1 Securities. Deze vorderingen zijn, conform de van toepassing zijnde voorwaarden, achtergesteld bij alle overige preferente, concurrente en achtergestelde vorderingen (derhalve ook bij de rentevorderingen van de AGL's), erin resulterend dat de Stichting Beheer en Nederlandse Staat in rang gelijk waren aan de aandeelhouders, redenen waarom beide schuldeisers in het faillissement van SNSR geen uitkering zouden hebben ontvangen. Verwezen wordt onder meer naar de uitspraak van de Rechtbank Amsterdam d.d. 18 mei 2016 (ECLI:NL:RBAMS:2016:2845). De uitspraak in hoger beroep wordt verwacht op 27 mei 2018.

Na volledige voldoening van de concurrente en de achtergestelde schulden (m.u.v. de Core Tier 1 Securities) zou bij beëindiging van het faillissement van SNSR sprake zijn geweest van een surplus van ca. € 393 mio. De te benoemen vereffenaar zou vervolgens hebben geconstateerd dat dit surplus onvoldoende zou zijn om de 403 rentevorderingen ad in totaal € 14,954 mrd te betalen, redenen waarom hij een tweede faillissement van SNSR zou hebben aangevraagd. In dit tweede faillissement zouden de 403 rente vorderingen ad € 14,954

[12] Gezien de vigerende spaarrente zou dit bedrag aan te genereren rente nog significant kunnen zijn.

(en derhalve niet slechts het ná aanwending van het boedeloverschot van SNS Bank ad ca. € 5,958 nog resterende bedrag van € 8,996 mrd) wel verifieerbaar zijn geweest, evenals de nà faillissementsdatum vervallen rente van de concurrente en achtergestelde schuldeisers van SNSR.

Het surplus in het tweede faillissement van SNSR zou mitsdien verdeeld moeten worden onder de post faillissement renteclaims van de concurrente schuldeisers van SNSR en de renteclaims van de 403 claimanten. De renteclaims betrekking hebbende op de achtergestelde schulden van SNSR zouden niet uit het surplus voldaan kunnen zijn. Aangezien krachtens de van toepassing zijnde voorwaarden ook de rente achtergesteld is, komt deze rente niet voor betaling in aanmerking, althans niet bij de eerste verdeling van het surplus.

Meer concreet betekent het vorenstaande, dat in het eerste faillissement van SNSR de concurrente (620 mio) en achtergestelde schuldeisers (376 mio), m.u.v. de Core Tier 1 Securities houders, volledig zouden zijn voldaan en dat in het tweede faillissement van SNSR in totaal afgerond ca. € 393 mio pro rata zou zijn uitgekeerd aan de concurrente 403 rentevorderingen ad € 14,954 mrd en de rentevorderingen van de concurrente schuldeisers van SNSR ad € 612 mio, leidend tot een uitkeringspercentage van ca. 2,5%.

In totaal zouden de achtergestelde schuldeisers in het faillissement van SNS Bank aldus in 2023 hebben ontvangen de per faillissementsdatum openstaande hoofdsom ad € 703 mio (uit de boedel van SNS Bank) te vermeerderen met rente ad € 7,5 mio (uit de boedel van SNSR), resulterend in een totaal van (afgerond) € 711 mio.

2.6 Uitkomsten waarde onteigende effecten en vermogens-bestanddelen

Beide toekomstscenario's geven vervolgens aanleiding tot een waarde per relevant onteigend effect en vermogensbestanddeel. Bij de bepaling van deze waarde hebben deskundigen zich gebaseerd op de prijs die, gegeven het relevante toekomstperspectief, tussen redelijk handelende personen op het tijdstip van onteigening tot stand zou zijn gekomen bij een veronderstelde vrije verkoop van de onderscheiden effecten respectievelijk vermogensbestanddelen in het economische verkeer tussen redelijk handelende partijen[13].

Deskundigen kiezen hierbij qua waarderingsmethode voor een combinatie van de Market Approach[14] (gebaseerd op marktprijzen van vergelijkbare ondernemingen dan wel separaat verhandelbare financiële instrumenten) en de Income Approach[15] (gebaseerd op concrete financiële verwachtingen). De onderliggende reden hiertoe is dat deze methoden het meest geschikt zijn om de prijs, zoals hierboven gedefinieerd, te bepalen. Immers, marktprijzen van vergelijkbare objecten en de bepaalde intrinsieke waarde op basis van verdisconteerde financiële verwachtingen zijn de beste basis om een zogenaamde (theoretische) prijs te bepalen, die tot stand zou zijn gekomen in een transactie in het economische verkeer tussen redelijk handelende personen. Deskundigen hebben hierbij aansluiting gezocht bij IFRS 13 *Fair Value Measurement*, waarin Fair Value vrijwel identiek aan bovengenoemde prijs wordt gedefinieerd en tevens een hiërarchie van waarderingsmethoden hiertoe wordt geïndiceerd.

[13] Dit principe van waarde vertoont zeer veel gelijkenissen met het Fair Value begrip volgens de accounting standaarden van IFRS, zoals meer specifiek verwoord in IFRS 13. Hierbij geldt dat koper noch verkoper een bepaalde winstmarge of geëist rendement in mindering c.q. meerdering zal brengen op de bepaalde Fair Value.
[14] Ook wel Marktbenadering genoemd.
[15] Ook wel Discounted Cash Flow benadering genoemd.

In het onderzoek van deskundigen ligt de start qua waarderingen bij de financiële situatie van SNSR en haar onderdelen op de peildatum. Op basis van toen geldende verwachtingen in de markt en meer specifiek volgens SNSR management zijn waarderingen van de onderdelen van SNSR per dat moment opgesteld, om zo te komen tot een zogenaamde sum-of-the-parts voor de waarde van het eigen vermogen van SNSR als geheel. Vervolgens is voor elk relevant toekomstperspectief een waardering opgesteld voor de betreffende effecten en vermogensbestanddelen. In het CVC-scenario betekent dit een waardering op basis van de CVC-Aanbieding, getoetst middels de voornoemde waarderingen per peildatum. In het faillissementsscenario betreft dit een waardering per type achtergestelde schuld op basis van verwachte uitbetalingen (aflossing van nominaal en eventueel ook rente, zoals verschuldigd na faillissementsdatum) na een run-off strategie.

Allereerst zal een overzicht worden gegeven van de waarden van de relevante effecten en vermogensbestanddelen in het CVC-scenario en vervolgens ook in het faillissementsscenario.

Voor wat de gevolgen van het CVC-scenario zouden zijn geweest voor de waarde van de onteigende effecten en vermogensbestanddelen, wordt verwezen naar Hoofdstuk 8, daar waar de uitkomsten van het faillissementsscenario in Hoofdstuk 9 staan beschreven.

In de CVC-transactie zou het eigen vermogen van SNSR per peildatum een waarde vertegenwoordigen van € 1,43 mrd, als volgt te alloceren aan de in deze relevante 'oude' vermogensbestanddelen:

- Waarde gewone aandelen SNSR, zoals genoteerd tot aan 1 februari 2013: € 4,3 mio (0,3% van de gewone aandelen na de claimemissie);
- Waarde Aandelen B SNSR: nihil;
- Waarde Stichting Beheer SNSR's Core Tier-1 capital securities, omgezet naar 0,8% gewone aandelen: € 11,6 mio;
- Voor wat betreft de waarde van de achtergestelde leningen, zowel bij SNS Bank als SNSR, hebben deskundigen gemeend aansluiting te moeten zoeken bij de door CVC geplande Liability Management exercise. In dit onderdeel van het plan beoogde CVC een bieding uit te brengen op alle Tier 1 achtergestelde schulden van zowel SNS Bank als ook SNSR van 25% van de onderliggende (nominale) waarde.

Voor wat betreft de waarde van de Tier-2 achtergestelde schulden in het CVC-scenario, komen deskundigen op het niveau van SNS Bank tot een waarde, gelijk aan 75% van de nominale waarde, in lijn met de waarde in het faillissementsscenario, welke uitkomst uitvoerig wordt toegelicht in Hoofdstuk 8. Deze 75% is het gevolg van het feit dat de volledige terugbetaling van de hoofdsom pas 10 jaar na de peildatum zou zijn geschied; oftewel: de waarde moet nog contant worden gemaakt naar de peildatum.

Voor wat betreft de waarde van de Tier-2 achtergestelde schulden in SNSR in het CVC-scenario, komen deskundigen tot een waarde gelijk aan 35% van de nominale waarde, waarbij deze 35% is gebaseerd op de vigerende premie tussen de prijzen van de Tier-2 en Tier-1 achtergestelde schulden van SNS Bank in een langere periode voorafgaand aan de peildatum; immers, de prijsvorming van de Tier-2 SNSR achtergestelde schuld is irrelevant, aangezien deze stukken reeds sinds 17 december 2012 in vaste handen zaten en de handel hierin dus volkomen illiquide was. Voor de verdere onderbouwing wordt ook hier verwezen naar Hoofdstuk 8.

Voor het faillissementsscenario overwegen deskundigen het volgende qua waarde van de relevante onteigende effecten en bestanddelen.

Deskundigen hebben aan de aflossingen van de achtergestelde schulden van SNS Bank een contante waarde factor toegekend van 75%, terwijl aan de te ontvangen rente op de achtergestelde schulden een contante

waarde is toegekend van circa 55%. Voor de verdere onderbouwing wordt verwezen naar Hoofdstuk 9. In totaal betekent dit 75% van de totale nominale waarde van € 703 mio, oftewel ruim € 527 mio, plus 55% van afgerond € 7,5 mio (zijnde € 4,2 mio), bij elkaar uitkomend op een waarde van (afgerond) € 532 mio voor de achtergestelde schulden van SNS Bank (Tier 1 en Tier 2 tezamen). De enige uitzondering hier betreft de kleine Poseidon lening; aangezien de rente op deze lening niet achtergesteld is, zou dan voor deze lening een grotere (althans relatieve) rentecomponent hebben gegolden van ca. € 0,03 mio[16].

Vervolgens zouden de (super)achtergestelde schulden van SNSR (de Core Tier-1 Securities) niets hebben ontvangen in dit faillissementsscenario, als eerder al aangegeven. Ditzelfde geldt uiteraard voor de aandeelhouders van SNSR, zowel voor de houders van gewone aandelen als ook van Aandelen B.

Samengevat betekent dit het volgende qua totale waarde van onteigende effecten en vermogensbestanddelen in beide scenario's:

- CVC-scenario:
    - Totale waarde Tier-1 achtergestelde schulden: € 187,8 mio, bestaande uit 25% van de totale onderliggende nominale waarde, met uitzondering van de Participatiecertificaten (75% uitkering van nominaal);
    - Totale waarde Tier-2 achtergestelde schulden: € 280,9 mio, bestaande uit 75% van de totale onderliggende nominale waarde van stukken van SNS Bank en 35% van diezelfde nominale waarde van stukken van SNSR;
    - Totale waarde van (andere dan in handen van de Staat zijnde) aandelen SNSR, inclusief aandelen verkregen uit conversie van Core Tier 1 Securities: € 15,9 mio.
- Faillissementsscenario:
    - Totale waarde Tier-1 achtergestelde schulden: € 478,3 mio, bestaande uit 75% van de totale onderliggende nominale waarde;
    - Totale waarde Tier-2 achtergestelde schulden: € 335,7 mio, bestaande uit 75% van de totale onderliggende nominale waarde van zowel stukken van SNS Bank als ook nominale van SNSR (€ 331,5 mio) plus een klein gedeelte rente (€ 4,2 mio), alleen voor stukken van SNS Bank;
    - Totale waarde van (andere dan in handen van de Staat zijnde) aandelen SNSR: nihil.

Uit bovenstaande blijkt duidelijk dat in het CVC-scenario nog wat meer burden sharing zou hebben plaats gevonden, middels de beoogde Liability Management exercitie, dan het gevolg zou zijn geweest in een faillissementsscenario. Echter, de aandeelhouders van SNSR zouden nog een heel klein deel hebben kunnen behouden in het CVC-scenario, doch zeer marginaal.

Voor een totaaloverzicht van de waarde per relevant onteigend effect en vermogensbestanddeel, zie onderstaande tabel.

[16] Als eerder door deskundigen opgemerkt, deze achtergestelde lening is als enige *niet* achtergesteld qua rentebetaling en deelt dus meteen mee in betaling van sinds faillissementsdatum opgebouwde rente, gelijk met de senior (concurrente) schuldeisers van de bank.

CVC scenario: in € mio

Bank				*Nominaal*		*Tier 1*	*Tier 2*	*Uitkeringspercentage: Tier 1*	*Tier 2*	*Tier 1*	*Tier 2*	**Totaal**
	5.75%	July 2003	perpetual	11.0		11.0				2.74		2.7
	11.25%	Nov 2009	perpetual	320		320				80		80
	4.238%	May 1999	May 2019	5			5				3.75	3.8
	6.625%	May 2008	May 2018	36.5			36.5				27.4	27.4
	6.25%	Oct 2010	Oct 2020	262			262				196.8	196.8
Participatiecertificaten (3)		2003	perpetual	56.7		56.7				42.6		42.6
Poseidon Onderhandse Lening @ 5.25%		1999	2019	0.32			0.32				0.24	0.24
OHRA Onderhandse Lening @ 6.83%		1999	2024	11.3			11.3				8.5	8.5
					Totaal	387.7	315.5	25%	75%	125.3	236.6	361.9
Holding												
	6.258%	July 2007	perpetual	250		250				62.5		62.5
	8.45%	Aug 2008	Aug 2018	73.8			73.8				25.8	25.8
Van Doorn OHL @ 7.13%		2000	2020	20			20				7	7.0
Van Doorn OHL @ 7.10%		2000	2020	10			10				3.5	3.5
Stichting FNV OHL @ 6.0%		1997	2014	22.7			22.7				7.9	7.9
					Totaal	250.0	126.5	25%	35%	62.5	44.3	106.8
Te ontvangen door (andere dan Staat) Aandeelhouders												
Gewone aandelen SNSR												4.3
Aandelen B SNSR												0
CT-1's Stichting Beheer (na conversie naar gewone aandelen)												11.6
					Totaal							15.9
					Overall totaal	**637.7**	**442.0**			**187.8**	**280.9**	**484.6**

Faillissementsscenario:

Bank						*Nominale hoeveelheden: Tier 1*	*Tier 2*	*Uitkeringspercentage: Aflossing*	*Rente (1)*	*Tier 1 Aflossing*	*Rente*	*Tier 2 Aflossing*	*Rente (2)*	**Totaal**
	5.75%	July 2003	perpetual	11.0		11.0				8.2	0			8.2
	11.25%	Nov 2009	perpetual	320		320				240	0			240
	4.238%	May 1999	May 2019	5			5					3.75	0.05	3.8
	6.625%	May 2008	May 2018	36.5			36.5					27.4	0.51	27.9
	6.25%	Oct 2010	Oct 2020	262			262					196.8	3.4	200.2
Participatiecertificaten (3)		2003	perpetual	56.7		56.7				42.6	0			42.6
Poseidon Onderhandse Lening @ 5.25%		1999	2019	0.32			0.32					0.24	0.03	0.27
OHRA Onderhandse Lening @ 6.83%		1999	2024	11.3			11.3					8.5	0.16	8.7
					Totaal	387.7	315.5	75%	1.3%	290.8	0	236.6	4.2	531.6
Holding														
	6.258%	July 2007	perpetual	250		250				188	0			187.5
	8.45%	Aug 2008	Aug 2018	73.8			73.8					55.4	0	55.4
Van Doorn OHL @ 7.13%		2000	2020	20			20					15.0	0	15.0
Van Doorn OHL @ 7.10%		2000	2020	10			10					7.5	0	7.5
Stichting FNV OHL @ 6.0%		1997	2014	22.7			22.7					17.0	0	17.0
					Totaal	250.0	126.5	75%	0%	188	0	94.9	0	282.4
Te ontvangen door (andere dan Staat) Aandeelhouders														
Gewone aandelen SNSR														0
Aandelen B SNSR														0
CT-1's Stichting Beheer (na conversie naar gewone aandelen)														0
														0
					Overall totaal	**637.7**	**442.0**			**478.3**	**0**	**331.5**	**4.2**	**813.9**

Voetnoten

(1) Dit is de (gemiddelde) verschuldigde rente na faillisementsdatum die aan het einde van de run-off periode daadwerkelijk uitgekeerd kan worden, uitgedrukt als percentage van de nominale waarde van de Tier 2 instrumenten van SNS Bank, na discontering met 6% per jaar.

(2) De verschillen in uit te betalen rente tussen de diverse achtergestelde schuldtitels worden voornamelijk gedreven door het feit dat elk schuldinstrument een andere contractuele rente heeft, dan wel deze rente vervalt na faillisement. Instrumenten met een hogere contractuele rente krijgen, vanzelfsprekend, een hogere uitbetaling aan rente ten opzichte van de afgeloste hoofdschuld, dan instrumenten met een lagere contractuele rente.

(3) De participatiecertificaten zijn Tier 1 instrumenten van de Bank, aangezien de rente uitgesteld kan worden. Echter, in het CVC-scenario worden zij effectief behandeld als Tier 2 instrumenten.

Deskundigen hebben in opdracht van de Ondernemingskamer de door SNS Bank uitgegeven SNS Participatie Certificaten 3 gewaardeerd (ca. € 57 mio nominaal), zowel ervan uitgaande dat deze als achtergesteld moeten worden beschouwd (zoals in bovenstaande tabel reeds aangenomen), als ook ervan uitgaande dat deze niet als achtergesteld worden beschouwd. In dit laatste geval zou de waarde van deze certificaten op nominaal zijn uitgekomen in geval van het CVC-scenario, daar waar deze op ca. € 51 mio zou zijn uitgekomen in het faillissementsscenario, op basis van een iets grotere afslag op de nominale waarde in vergelijking met de korting die concurrente schulden van SNS Bank effectief zouden hebben verkregen. Zie Hoofdstuk 9 voor nadere details.

Tot slot hebben deskundigen in het kader van de vaststelling van de waarden tevens onderzocht of en in welke mate de door de Staat in 2008 in de vorm van Core Tier-1 capital securities verleende staatssteun (€ 750 mio, waarvan per peildatum nog € 565 mio resteert) een kwantificeerbaar waardeverhogend effect heeft gehad op de onteigende effecten en vermogensbestanddelen per peildatum. De hiervoor bedoelde staatssteun is op zakelijke voorwaarden verleend. Tegenover het voordeel van het verkrijgen van steun stond de verplichting van SNSR tot terugbetaling van die steun, vermeerderd met de overeengekomen boeterente, zodat verdiscontering een neutraal effect heeft op de waardering van het onteigende. Deskundigen delen de opvatting van de Hoge Raad[17] in deze.

Deskundigen zijn van oordeel dat de staatssteun geen waardeverhogend effect heeft gehad op de onteigende effecten en vermogensbestanddelen per peildatum. Het ging de facto simpelweg om een op de balans van SNSR staande hybride en bij alle (achtergestelde) obligaties achtergestelde lening met een Tier-1 status, die volledig inclusief een boete van 50% door SNSR terugbetaald moest worden. Er was geen sprake van een niet terug te betalen subsidie of van een verstrekking van het bedrag á fonds perdu.

Per relevant toekomstscenario kan het effect van de staatssteun nog nader als volgt worden geduid. In het CVC-scenario worden de aandelen SNSR, zoals oorspronkelijk in handen van het publiek, geraakt door de Core Tier-1 capital securities middels de geachte omzetting van deze stukken naar gewone aandelen volgens het CVC-plan. Voor de achtergestelde schulden van zowel SNS Bank als ook SNSR kunnen de Core Tier-1 capital securities geen waardeverhogende invloed hebben gehad, omdat de waarde van de eerstgenoemde bepaald wordt door (i) het beoogde bod van CVC voor zover het de Tier 1 achtergestelde schulden aangaat en (ii) de waarden van de Tier 2 achtergestelde schulden uiteindelijk zijn gebaseerd op het faillissementsscenario (voor die van SNS Bank) c.q. door de waardeverhouding tussen Tier 2 en Tier 1 (voor die van SNSR).

In het faillissementsscenario hebben dezelfde Core Tier-1 capital securities geen enkele invloed op de waarde van onteigende effecten en vermogensbestanddelen, omdat de staatssteun in een faillissementsscenario niet voor een extra kasstroom zorgt en de relevante onteigende stukken met een positieve waarde allen hoger in rang zijn en een hogere preferentie kennen dan deze superachtergestelde vorderingen. In het faillissementsscenario worden de Core Tier-1 capital securities simpelweg beschouwd als (super)achtergestelde schulden.

[17] Zie H.R. 20 maart 2015, NJ 2015/361.

Hoofdstuk 3. Chronologisch overzicht relevante feiten en omstandigheden

Dit betreft een chronologisch overzicht van relevante feiten en omstandigheden inclusief het optreden van DNB in het kader van haar toezichthoudende taak, zoals deze zich hebben voorgedaan tot aan het peilmoment. Deskundigen hebben gemeend dit overzicht te starten per december 2011 toen DNB meer expliciet MinFin ging betrekken in haar toezicht bevindingen inzake SNSR en toen de zoektocht naar mogelijke oplossingen voor de financiële problemen van de SNSR-groep begon.

Begin december 2011: In de stresstest van de European Bank Authority (EBA), gepubliceerd op 8 december 2011 is gebleken, dat het kapitaaltekort van SNS Bank uitkwam op € 159 mio. Op PF worden grote verliezen geleden. Voorts speelt het probleem van double leverage, de dubbele hefboom van op dat moment ca. € 650 mio groot (bron: rapport Frijns/Hoekstra). DNB stelt MinFin in kennis van haar constatering dat SNSR niet meer over mogelijkheden beschikt om haar kapitaalpositie substantieel te verbeteren. Er is sprake van een uitzichtloos karakter van de situatie, onder meer omdat een “covered bonds” emissie begin 2011 (zie verslag interview Wouter Raab en Gita Salden d.d. 24 november 2016) niet is geslaagd, de geplande verkoop van de schadeverzekeraar is afgeblazen, omdat deze te weinig kapitaal vrijval opleverde en zowel de eurocrisis als de vastgoedcrisis verhevigen.

12 december 2011: Start projectgroep Mercurius/Roos, een gezamenlijke werkgroep van DNB en MinFin, nadat DNB MinFin op de hoogte had gesteld van de zorgelijke situatie van SNSR (codenaam: Mercurius). Doel: “alle mogelijke opties, zowel publiek als privaat, om SNSR te stabiliseren, uit te werken”. DNB neemt het initiatief tot intensivering van de samenwerking met MinFin, omdat enige (verdere) vorm van staatssteun onvermijdelijk lijkt, nu naar het oordeel van DNB SNSR onvoldoende in staat is om op eigen kracht de benodigde versterking van haar financiële positie te realiseren. De projectgroep heeft in de loop van 2012 de private, publieke en combinaties van private en publieke alternatieven voor een structurele oplossing zelfstandig geanalyseerd.

8 mei 2012: DNB herbevestigt haar standpunt dat geen kernkapitaal de bank en de groep mag verlaten en dat er sprake is van een (ongekwantificeerde) kapitaalbehoefte. Acties om tot kapitaalversterking te komen moeten worden voortgezet.

23 mei 2012: Brief DNB aan MinFin: DNB geeft commentaar op een aantal oplossingsrichtingen in de zogenoemde “lineaal” met verschillende scenario’s, die waren gerangschikt naar oplopende betrokkenheid van de Staat. In de brief wordt ondermeer gesteld dat de gevolgen van insolventie van de Holding SNSR vanwege besmettingsrisico’s (richting andere financiële instellingen) zodanig desastreus kunnen zijn, dat het risico hierop niet mag worden genomen. DNB dringt aan op “vroegtijdig optreden”. Een verder vertrouwensverlies en daaropvolgende noodsituatie (bank run) moeten worden voorkomen.

Juni 2012: DNB huurt RBS in om de mogelijkheden van een publiek-private oplossing te beproeven c.q. nader te beoordelen. Vanaf mei 2012 vinden de eerste (informele) contacten plaats met de drie grootbanken (ABN AMRO, Rabobank en ING Bank); immers, vanwege het Deposito Garantie Stelsel zijn deze drie grootbanken het meest gebaat bij een zo soepel mogelijke oplossing van het kapitaaltekort bij SNS Bank. Vanaf begin juli 2012 vinden officiële gesprekken plaats tussen DNB en de grootbanken over een oplossing voor SNSR. MinFin huurt op haar beurt Morgan Stanley in. SNSR laat zich adviseren door Goldman Sachs en J.P. Morgan.

Analyse door de werkgroep Mercurius/Roos van op hoofdlijnen de volgende opties:
1. Faillissement van SNS Bank en/of SNSR.
2. Kapitaalinjectie door de sector + CT1 conversie.
3. Portefeuilleoverdracht door DNB.
4. Verkoop Verzekeraar + Staat redt de bank. In plaats van een redding van de bank door een kapitaalinjectie (waarmee de Staat grootaandeelhouder wordt), is ook een op slechte assets gefocuste redding mogelijk. (APS/bad bank). De lineaal gaat uit van een kapitaalinjectie.
5. Splitsing en Staat redt de bank + verzekeraar blijft ondergekapitaliseerd achter. Zie optie sub 4 voor verschillende opties waarop de bank gered kan worden.
6. Staat redt bank & verzekeraar. Zie optie sub 4 voor verschillende opties waarop de bank gered kan worden, waaronder dan ook nationalisatie. Gevolg van optie 6 is dat de verzekeraar na overname solvabel is.

Faillissement van SNSR of SNS Bank (optie 1) zou volgens DNB onverantwoord zijn.

14 juni 2012: Op deze datum stelt de Directeur Toezicht van DNB in een vertrouwelijke bespreking met de vaste Kamercommissie voor Financiën, dat SNSR c.a. systeemrelevant is en, indien aan zichzelf overgelaten, ook besmetting en instabiliteit zouden kunnen veroorzaken. Dat faillissement niet wenselijk zou zijn, en dat in geval van acute nood, onteigening zou moeten plaatsvinden met behulp van de Interventiewet en dat in de tussentijd zou worden geprobeerd private "tussenopties" uit te werken. MinFin licht de commissie in over het afwegingskader: de budgettaire gevolgen voor Nederlandse Staat zouden zo beperkt mogelijk moeten blijven. De private sector zou zo veel mogelijk betrokken moeten zijn bij de oplossing. De bestaande financiers zouden ook een bijdrage moeten leveren via *burden sharing.*

3 juli 2012: Uit de notulen van de RvB van SNSR blijkt dat een draaiboek voor een noodscenario is besproken en voorts dat een advies inzake de Interventiewet is besproken, door haar Scenario 1 genoemd.

Juli 2012: SNSR polst op verzoek van DNB en MinFin potentiële kopers voor de hele verzekeraar. Gesproken is onder meer met ASR, Aegon, Achmea, Delta Lloyd en Swiss Re.

31 juli 2012: Brief van MinFin aan DNB over de situatie van SNSR, de gevolgen van een falen van SNSR en de mogelijke oplossingen. Naar aanleiding van een eerste analyse van de werkgroep Mercurius/Roos spreken DNB en MinFin met elkaar af, dat het ministerie een concept van een onteigeningsbesluit op grond van artikel 6: 2 Wft zal voorbereiden voor het geval sprake is van ernstig en onmiddellijk gevaar voor de financiële stabiliteit. Tevens wordt met het ministerie afgesproken dat DNB samen met haar adviseurs de mogelijkheid van een kapitaalinjectie door de bankensector, eventueel gecombineerd met een activatransactie van de Staat, nader zal onderzoeken.

16 augustus 2012: Publicatie halfjaarcijfers SNSR. Nettowinst kernactiviteiten € 246 mio. SNS Bank (exclusief Property Finance) € 73 mio; REAAL € 164 mio; Zwitserleven € 52 mio; nettoresultaat over de periode groepsactiviteiten -/- € 43 mio. Na aftrek verlies Property Finance ad € 131 mio bedroeg totaal nettoresultaat € 115 mio tegenover € 53 mio in eerste helft 2011**.**
Vervolgens worden **in de tweede helft 2012** met name twee scenario's nader onderzocht:

- Samenwerking tussen Nederlandse Staat en de drie grootbanken. De risico's op de vastgoedportefeuille zouden worden geadresseerd via een garantie van de Staat, al dan niet ná overheveling van de vastgoedportefeuille naar een separaat vehikel met herstructurering van het vermogen van SNSR en SNS Bank.
- Het voorstel van SNSR in samenwerking met CVC, waarbij CVC kapitaal zou inbrengen in SNSR en waarbij de Staat staatsdeelneming ASR Nederland zou inbrengen. De vastgoedportefeuille zou worden ingebracht in een separaat vehikel, gehouden door de Staat en de drie grootbanken. Voorts

zou de Staat de financiering van deze vastgoedleningen garanderen. Verwezen wordt naar Hoofdstuk 6.

6 september 2012: MinFin start gesprekken met Europese Commissie, meer specifiek met het relevante caseteam inzake SNSR binnen het directoraat-generaal Mededinging, over situatie en oplossingen voor SNSR. Dit overleg betreft meer specifiek een benodigde participatie van de Staat in (waarschijnlijk) elke vorm van oplossing en de mogelijke deelname van de drie grootbanken in een separaat vastgoedvehikel. In augustus 2012 heeft reeds een eerste gesprek tussen MinFin en de Europese Commissie plaats gevonden. DNB is een aantal keren aanwezig geweest bij het overleg tussen MinFin en de Europese Commissie doch had als toezichthouder geen rol in de relatie met de Europese Commissie. Dit betreft een relatie tussen MinFin en de Europese Commissie die ziet op onderwerpen als mededinging en staatsteun.

2 oktober 2012: Informerende brief DNB aan MinFin als reactie op brief MinFin van 31 juli 2012. DNB schetst de ontwikkelingen die sinds 2009 hebben geleid tot de fragiele situatie waarin SNSR-groep op dat moment verkeerde. Met name de alsmaar oplopende verliezen op de vastgoedportefeuille van PF legden een alsmaar grotere claim op de solvabiliteit van de bank. Insolventie zal ernstige gevolgen hebben voor de stabiliteit van het financiële stelsel, vanwege (i) de kosten verbonden aan de uitvoering van het DGS, (ii) het verlies van vertrouwen in andere Nederlandse financiële instellingen en (iii) de gevolgen voor de rekeninghouders van SNS Bank (circa 1 miljoen) en daarmee gepaard gaande onrust. Op verzoek van MinFin aan DNB om recovery percentage i.g.v. faillissement te berekenen, meldt DNB dat dit niet mogelijk is omdat het afhangt van veel factoren. DNB herhaalt haar voorkeur voor een publiek-private oplossing, waarbij de verzekeraar zou worden verkocht, de bank een herkapitalisatie zou krijgen door de grootbanken en de Staat een garantie zou geven op de portefeuille van PF (APS). Mocht zo'n oplossing niet mogelijk zijn (bijv. door opstelling EC en de contractvoorwaarden van een eventuele APS), dan zal de Minister moeten ingrijpen op basis van de Interventiewet. Maar dat heeft niet de voorkeur van DNB. DNB waarschuwt MinFin voor de kosten en de risico's, die nationalisatie met zich zal meebrengen.

31 oktober 2012: Op verzoek van SNS Property Finance heeft Ernst & Young ("EY") op 31 oktober 2012 op basis van medio 2012 beschikbare brongegevens van SNS Property Finance, de (netto) omvang van de vastgoedportefeuille van SNS Property Finance gewaardeerd op ongeveer € 8,3 mrd minus de additioneel te verwachten verliezen van geschat ongeveer € 1,1 mrd in een 'Realistisch' scenario dan wel ongeveer € 1,9 mrd in een 'Pessimistisch' scenario.[18]

6 november 2012: Derde kwartaalbericht SNSR: SNSR maakt bekend dat ongewijzigd voortbestaan geen optie is en dat er een structurele oplossing gevonden moet worden. In het derde kwartaalbericht laat SNSR weten dat er gedacht wordt aan zowel een strategische herstructurering als aan een versterking en vereenvoudiging van de kapitaalbasis**.**

13 november 2012: Uit de notulen van de RvB van SNSR blijkt, dat DNB aan de RvB twee verzoeken heeft voorgelegd, te weten: (1) verzoek om document over de rangorde van de schuldeisers op te stellen (zal via De Brauw, advocaat SNSR en Clifford Chance, advocaat DNB, geschieden) en (2) verzoek om de liquidatiewaarde te bepalen. DNB heeft gevraagd om dit samen met KPMG op te stellen. RvB is van oordeel

[18] Volgens de boekhoudkundige gegevens van PF bestaat de portefeuille per 30 juni 2012 voor € 7,8 mrd uit vastgoedleningen (bruto € 8,5 mrd minus een voorziening van ruim € 700 mio) plus € 0,5 mrd aan vastgoedobjecten (REOs). Merk overigens op dat EY de totale portefeuille niet heeft gewaardeerd doch een zeer significant deel ervan. Vandaar dat EY geen totale waarde van de gehele portefeuille specificeert; deskundigen komen tot bovenstaande getallen op basis van een eenvoudige brutering van de totale EY-uitkomst voor haar geheel onderzochte steekproef. Voor meer details, zie Hoofdstuk 4.2.2.

dat KPMG hier als zijnde haar accountant niet aan mag meewerken. RvB vindt dat DNB de liquidatiewaarde zelf maar via haar adviseurs moet bepalen.

29 november 2012: In een brief inzake Continuïteit geeft KPMG aan dat zonder aanvullend commitment van derden voor versterking van de kapitaalspositie gerede twijfel bestaat over de continuïteit van de onderneming.

Eind november 2012: MinFin neemt de regie in de gesprekken met de grootbanken over van DNB. Immers, in elke mogelijke oplossing voor de SNSR-problematiek zal de Staat (lees: MinFin) een actieve rol moeten gaan spelen; oftewel een puur private oplossing kan definitief worden uitgesloten.

4 december 2012: CVC bezoekt samen met MinFin de EC. Uit de notulen van de RvB van SNSR blijkt dat CVC op basis van het gesprek de indruk heeft dat de EC het CVC-voorstel prefereert boven het MinFin/PSP-scenario[19]. *"De EC is van mening dat een private oplossing goed is voor Nederland en de Nederlandse financiële sector".* Met het MinFin/PSP-scenario werd geduid op een publiek-private oplossing, waarbij de Staat en de drie grootbanken gezamenlijk PF al of niet gezamenlijk met SNS Bank zouden herkapitaliseren.

4 december 2012: Brief DNB aan SNSR inzake vvgb[20] aflossing tranche 2 (ook wel: serie 2) participatie-certificaten (€ 116 mio). SNSR heeft aangevoerd dat aflossing gewenst is, en wel om de navolgende redenen:

- Certificaathouders verwachten dat certificaten 10 jaar ná uitgifte afgelost worden. Verwezen wordt onder meer naar uitspraak Kifid (klachteninstituut financiële dienstverlening) d.d. 7 oktober 2011;
- Er hebben zich 139 certificaathouders bij het Kifid gemeld. Kifid heeft besloten de klachten aan te houden totdat SNSR een beslissing heeft genomen over aflossing per ultimo 2012. In adviezen van Nauta en De Brauw wordt geconcludeerd dat de kans groot is dat SNSR aansprakelijk is jegens de certificaathouders;
- Risico van reputatieschade

DNB reageert hierop met deze oplossing: participatiecertificaten kwalificeren niet langer als onderdeel van het zogenaamde T1-kapitaal, nu ze eenzijdig door SNSR ná 5 jaar kunnen worden afgelost. Toestemming voor aflossing wordt dan mogelijk en ook direct verleend nu geen sprake meer is van vermindering van deze vorm van toetsingsvermogen.
Noot deskundigen: (1) Kennelijk werd op dat moment, niettegenstaande de brief van de accountant d.d. 29 november 2012, geen faillissement van SNS Bank op korte termijn gevreesd en speelde het vraagstuk van selectieve betaling en bevoordeling van een bepaalde groep van schuldeisers (nog) niet althans sloeg voor SNSR in de belangenafweging de balans meer door naar het vermijden van juridische aansprakelijkheden jegens certificaathouders, mede als gevolg van de uitspraak van Kifid d.d. 7 oktober 2011. Overigens vormde de betaling van € 116 mio liquiditeitstechnisch geen probleem.
(2) De participatiecertificaten (eeuwigdurende achtergestelde leningen met een aflossingsmogelijkheid ná 10 jaar) serie 3 zijn op 11 juli 2013 alsnog voor de nominale waarde (€ 53 mio van de totale nominale waarde van € 57 mio) afgelost via het betalen van schadevergoeding. Participatiehouders blijven aanspraak maken op schadeloosstelling minus reeds ontvangen schadevergoeding. Enkele participatiehouders zijn niet akkoord gegaan. Dit verklaart het verschil van € 4 mio.

Serie 2 werd met toestemming DNB afgelost op 24 december 2012 voor in totaal € 116 mio.

[19] PSP staat hierbij voor Private Sector Participation middels een actieve bijdrage door de 3GBs en andere (kleinere) Nederlandse banken, te geschieden door een directe participatie in de good (SNS Bank) dan wel de bad bank (PF) of in de vorm van een bankenheffing.
[20] 'Verklaring van geen bezwaar', zoals te verstrekken door DNB.

Serie 1 werd afgelost in juni 2012 voor in totaal € 125 mio.

10 december 2012: Management letter van KPMG, waarin onder meer wordt gesteld dat het hoogst onzeker is of SNS Bank kan blijven voldoen aan de kapitaaleisen. Hieruit groeit gerede twijfel voort omtrent het zelfstandig en in continuïteit kunnen voortbestaan van SNS Bank en daarmede van SNSR.

14 december 2012: Eerste rapport Cushman & Wakefield: Base Case scenario: additionele verliezen per 30 juni 2012 PF ingeschat op € 2,4 mrd; Adverse Case (negatief) scenario: € 3,2 mrd afboeking op basis van Real Economic Value**.**

14 december 2012: Voorstel ASR aan MinFin om SNS Reaal over te nemen. Enkele dagen later afgewezen door MinFin.

18 december 2012: MinFin bericht de grootbanken dat ze, in plaats van als gevolg van faillissement aangesproken te worden uit hoofde van het Deposito Garantie Stelsel, rekening moeten houden met een eenmalige heffing van in totaal € 1 mrd. Dit bedrag kwam tot stand vanuit de (relatief eenvoudige werk-) assumptie dat het verlies bij PF ca. € 2 mrd zou gaan bedragen en dat de Staat en de grootbanken ieder de helft voor hun rekening zouden gaan nemen, hetgeen reeds in een vroegtijdig stadium besproken is tussen DNB en de drie grootbanken, inclusief hun bestuursvoorzitters.

18 december 2012: brief NMa aan MinFin:
In de brief wordt aandacht gevraagd voor de visie van NMa op de mededingingsaspecten van de recente ontwikkelingen rond SNS Bank.
"*De bancaire sector in Nederland is als geheel in hoge mate geconcentreerd en een aantal relevante markten binnen de sector moet als oligopolistisch worden gekwalificeerd. Uitgaande van cijfers over belangrijke bancaire producten, ontleend aan een analyse van de Europese Commissie in 2007, bedraagt het marktaandeel van de drie grootste banken bijvoorbeeld 96% voor particuliere betaalrekeningen. Ook de markten voor zakelijke producten kennen hoge concentratiegraden (met gezamenlijke marktaandelen van de drie grootbanken rond de 90%).*

Overname van SNS Bank door een kapitaalkrachtige investeerder zonder banden met de grootbanken lijkt ons een doeltreffend middel om SNS Bank de komende jaren als onafhankelijke bank te behouden en bedoelde risico's te vermijden. Aldus heeft de eerste optie ("... overname van SNS Bank door een privaat investeringsfonds...") zonder meer onze voorkeur".
Met bedoelde risico's werd gedoeld op de vermindering van de concurrentiedruk bij de gesignaleerde hoge concentratiegraad alsmede op het risico van een collectieve machtspositie en marktcoördinatie, in geval de 3GBs tezamen met de Staat SNS Bank zouden redden, hetgeen zou kunnen leiden tot bijvoorbeeld hogere hypotheek- dan wel lagere spaarrentes.

20 december 2012: Aanvullend rapport Cushman & Wakefield: Base Case scenario: afwaardering PF € 3,732 mrd; Adverse Case (negatief) scenario: €4,287 mrd *(*op basis van *"valuation from a loan buyers perspective").*

20 december 2012: High level meeting met de Europese Commissie, MinFin en DNB over niet opheffen acquisition bans.

10 januari 2013: Voorstel van MinFin aan caseteam EC (naar aanleiding van telefonisch overleg van 9 januari 2013). Voorstel hield in om de vastgoedportefeuille van PF in een bad bank onder te brengen. Die bad bank zou dan gekapitaliseerd worden door alle Nederlandse banken de keuze te geven tussen:

A: Kapitaal storten in de voorgestelde bad bank (participeren); of

B: Een op te leggen resolutieheffing te betalen.

Daarbij was noodzakelijk dat de drie grootbanken zouden meedoen met optie A, omdat de overige Nederlandse banken niet in staat waren om voldoende kapitaal te storten. Het caseteam werd gevraagd om een reactie op dit voorstel.

10 januari 2013: Nog dezelfde dag laat de Deputy Director-General for State Aid aan MinFin weten, dat de door MinFin voorgestelde oplossing (participatie van de drie grootbanken in een bad bank) niet mogelijk is, gelet op de acquisition ban die geldt voor ING en ABN AMRO, tenzij ING en ABN AMRO zouden willen instemmen met een eenmalige resolutieheffing (*"..unless ING and AA commit to accept the levy..."*).

11 januari 2013: Intern advies ambtelijke top MinFin aan de Minister: *"Volgens ons is onteigening de enige oplossing die resteert. Bent U hiermee akkoord?"*.
Naar aanleiding van dit advies stelde de Minister nadere vragen, betrekking hebbende op (1) Vastgoedwaardering C&W, (2) Voorstel CVC, (3) ASR en Onteigening. De ambtelijke top beantwoordt de vragen in een notitie van **29 januari 2013**. Opmerkelijk is dat over de mogelijkheid in het CVC-scenario van het opleggen van een heffing aan alle banken wordt opgemerkt: "*Het opleggen van een heffing aan alle banken, als onderdeel van de CVC-variant, is vanuit politiek oogpunt moeilijk verdedigbaar. In dat geval worden Nederlandse banken belast ten gunste van een internationale private equity partij. Bovendien zijn rendementscriteria van CVC (+/- 20% verwacht rendement) algemeen bekend in de markt. Het oogt vreemd om enerzijds een deal te sluiten met een private equity partij met dergelijke rendementsvereisten en anderzijds Nederlandse banken een heffing op te leggen, banken zullen dit aanvechten.*

13 januari 2013: In haar brief van deze datum aan de Minister van Financiën laat de RvB van SNSR de Minister onder meer het volgende weten:
De RvB heeft tot haar teleurstelling op vrijdag 11 januari jl. vernomen, dat er aan de zijde van het ministerie sprake is van twijfel over de vraag of men op de ingeslagen weg (gedoeld wordt op de door CVC beoogde transactie) wil doorgaan en dat het ministerie in plaats hiervan zou overwegen over te gaan op maatregelen op basis van de Interventiewet.
De bezwaren van MinFin zouden zich richten op met name twee punten:

1. De bezwaren die de EC zou hebben tegen de participatie van ABN AMRO en ING in de voorziene bad bank o.g.v. de voor deze banken geldende acquisition ban;
2. De bezwaren tegen de hoogte van de door CVC beoogde afschrijving met betrekking tot PF. Naar het oordeel van MinFin op dat moment zou een afschrijving van € 2,4 mrd vereist zijn. CVC ging aanvankelijk uit van een afschrijving van € 1,9 mrd en was vervolgens bereid een afschrijving van € 2,4 mrd te accepteren. Kort vóór 31 januari 2013 heeft MinFin de door haar vereiste afschrijving eenzijdig verhoogd naar € 2,8 mrd.

13 januari 2013: In haar tweede brief van dezelfde datum aan MinFin maakte de RvB van SNSR ernstige bezwaren tegen de door C&W uitgevoerde waarderingen:
"SNS REAAL considers that both the procedure followed and the methodology used in the creation of the C&W report as seriously flawed, which has a material impact on C&W's estimation of the Real Economic Value and the negotiation process between all the parties involved for a comprehensive solution. Therefore, at this moment no conclusions or actions can be taken on the basis of the results of the C&W report."

Concreet hadden de bezwaren ondermeer betrekking op:

1. De door C&W gevolgde procedure. Geen enkele vorm van overleg met SNSR en met EY, geen hoor en wederhoor toegepast, uitsluitend desktop-onderzoek op basis van steekproeven en een aantal

door SNSR bestreden aannames, onderzoek in veel tè korte tijd uitgevoerd, geen vergelijking gemaakt met eerder door EY uitgevoerde waarderingen, etc.
2. De toegepaste disconteringsvoet van gemiddeld 7% is veel tè hoog. Zou hooguit tussen 4-5% moeten zijn. Elk percentage hoger leidt tot een verhoging van de expected loss cijfers met ca. € 600 mio.
3. Er is sprake van dubbeltelling van risico's, welke voorkomen had kunnen worden via de hantering van een lagere disconteringsvoet.

14 januari 2013: Overleg DNB met RvC SNSR. RvC constateert verschil van € 500 mio tussen kapitaalinjectie die MinFin vraagt van CVC (€ 2,4 mrd) en het aanbod van CVC (€ 1,9 mrd). RvC ziet mogelijkheden om dit verschil te overbruggen. DNB merkt op dat het een aanname is dat MinFin € 2,4 mrd voldoende vindt, maar dat dit geen zekerheid is. Dit wordt zijdens SNSR beaamd. In de dagen voorafgaand aan 14 januari 2013 vond een telefoongesprek plaats tussen Latenstein van SNSR en Van Rappard van CVC. Daarin gaf, aldus het rapport Frijns (p. 191) van Rappard aan, dat hij die ochtend op het ministerie van Financiën was geweest en dat MinFin reeds bezig was met de voorbereiding van de nationalisatieroute en dat nationalisatie waarschijnlijk was. Deze route wordt betwist door RvC van SNSR. Over een eventuele nationalisatie zal de Minister eerst DNB moeten raadplegen en dat is volgens DNB nog niet gebeurd.

14 januari 2013: Brief Stichting Beheer SNS Reaal aan Minister van Financiën. De Stichting Beheer deelt de zorg van de RvB van SNSR, dat het gevoel bestaat dat het ministerie niet langer wil doorgaan op ingeslagen weg van private oplossing (lees: CVC-scenario) maar maatregelen overweegt op basis van Interventiewet.

16 januari 2013: Via de media wordt bekend dat een hulpplan voor SNSR waarbij de drie grootbanken waren betrokken, in verband met de aan ING en ABN AMRO opgelegde *acquisition bans* op een negatief oordeel van de EC was gestuit.

16 januari 2013: Gesprek Minister van Financiën met de drie grootbanken. Hij stelde voor een bankheffing in te voeren als de EC de acquisition bans niet zou opheffen[21].

17 januari 2013: Email MinFin aan DNB, waarin vervat terugkoppeling overleg caseteam EC met commissaris Almunia. "*belangrijkste uitkomst: acquisition bans worden niet "gelift". EC kan instemmen met heffing. Het is aan ons hoe hoog die heffing is."*

18 januari 2013: De zogenaamde voorlopige SREP 2012-brief: brief van DNB waarin vervat voorgenomen SREP-besluit, met name gebaseerd op uitkomsten C&W-rapport. DNB constateert een kapitaaltekort van minimaal € 1,9 mrd en maakt melding van haar voornemen SNS Bank de maatregel op te leggen uiterlijk 31 januari 2013 om 18.00 uur haar kernkapitaal met minimaal € 1,84 mrd te hebben aangevuld, dan wel uiterlijk 31 januari 2013 om 18.00 uur een finale oplossing te presenteren die naar het oordeel van DNB een voldoende mate van zekerheid van slagen heeft en op korte termijn daadwerkelijk tot aanvulling van het genoemde kapitaaltekort leidt en waarin SNS Bank de gelegenheid wordt geboden haar zienswijze te geven. DNB geeft tevens aan dat zij het niet langer verantwoord acht dat SNS Bank het bankbedrijf uitoefent, indien SNS Bank niet in staat zou blijken haar kapitaalspositie tijdig en voldoende te versterken.

21 en 23 januari 2013: Gesprekken DNB en MinFin c.q. haar adviseur over advisering DNB inzake kapitaal- en liquiditeitsinjectie in SNS Bank, PF en SNSR indien tot nationalisatie wordt overgegaan en PF wordt afgezonderd.

[21] Bron: Rapport Frijns/Hoekstra

22 en 24 januari 2013: SNSR dient haar zienswijze ten aanzien van de voorlopige SREP 2012-brief schriftelijk in bij DNB. SNSR had grote bezwaren tegen de C&W-waardering. Tussen C&W en SNSR had geen enkel overleg plaats gevonden. In een veel te korte periode had C&W haar waardering op een niet transparante wijze uitgevoerd en deze uitsluitend gebaseerd op een desktop-review op basis van steekproeven, loan tapes en aannames, welke door SNSR werden bestreden. Ook was C&W niet in overleg getreden met EY, welke firma eerder de waarderingen had uitgevoerd. Voorts was SNSR het volstrekt oneens met de in haar ogen toegepaste uitzonderlijk hoge disconteringsvoet van ca. 7%.

24 januari 2013: Mondelinge toelichting zienswijze bij DNB door SNS Bank. SNS Bank uit ernstige bezwaren tegen C&W-rapport. SNS Bank geeft aan dat er géén andere potentiële private oplossingen voor de ernstig tekortschietende kapitaalpositie van SNS Bank voorhanden zijn dan de eerdergenoemde optie van CVC.

24 januari 2013: Informerende brief op basis van artikel 6:5 Wft van DNB aan MinFin over voorgenomen SREP 2012-besluit. Geschetst worden de ernstige financiële problemen, waarin SNSR en SNS Bank verkeren. Indien SNS Bank niet aan opgelegde maatregel kan voldoen, acht DNB het niet langer verantwoord dat SNS Bank het bankbedrijf uitoefent en zal DNB gebruik maken van haar bevoegdheden op grond van de Wft. DNB noemt onder meer de navolgende feiten:

- De *double leverage* (double leverage ontstaat indien eigen vermogen van dochters wordt gefinancierd met vreemd vermogen dat wordt aangetrokken door de moeder) van SNSR bedraagt 120% (€ 909 mio) ultimo 2012. Dit is ruim boven de norm van 115% die SNSR zelf hanteert.
- Verwachte verliezen op PF leggen, ondanks de gerealiseerde afbouw daarvan, een grote claim op de huidige en toekomstige solvabiliteit van het bedrijf.
- Door de solvabiliteitskrapte wordt de aflossing van de resterende CT-1 securities aan de Stichting Beheer SNS Reaal en de Staat per eind 2013 waarschijnlijk op de lange baan geschoven. Europese Commissie kan en zal dan zeer waarschijnlijk extra maatregelen gaan opleggen.
- Sinds het derde kwartaal van 2012 voldoet SNS Bank met een Core Tier-1 ratio van 8,8% opnieuw niet meer aan de kapitaalseis van de EBA (European Banking Authority). Dit moet minimaal 9% zijn.
- Solvabiliteit verzekeraar staat erg onder druk, met name vanwege de lage rente. Onder andere door het afbouwen van de leningenportefeuille, liability management en herverzekeringstransacties heeft SNSR de afgelopen jaren € 644 mio aan kapitaal weten te genereren; dit is echter te weinig met het oog op de kwetsbaarheden in de balans.

Genoemde combinatie van factoren heeft geleid tot een zeer lage marktwaarde (marktwaarde ligt ver onder de boekwaarde) van de genoteerde aandelen SNSR. Financiële marktpartijen en publiek weten dat een totaaloplossing voor SNSR op korte termijn noodzakelijk is.

Naast mogelijk uitstel van de op 14 februari 2013 geplande publicatie van de voorlopige jaarcijfers 2012 op continuïteitsbasis, waardoor het vertrouwen in SNSR zou kunnen worden ondermijnd, wijst DNB erop dat SNSR begin maart 2013 niet in staat zal zijn de verplichte aflossing van haar externe financiering uit te voeren, met gevolg dat bij gebrek aan andere financieringsmogelijkheden (DNB geeft aan niet te zullen toestaan dat Reaal en SNS Bank hun kredietverlening aan SNSR zullen uitbreiden) dit naar verwachting van DNB zal leiden tot betalingsonmacht van SNSR.
Het betreft hier de aflossing van een EMTN-lening van € 551 mio, waarvan € 342 mio extern was gefinancierd.

DNB stelt dat insolventie van SNS Bank ernstige gevolgen zal hebben voor de stabiliteit van het financiële stelsel vanwege:

i. de kosten verbonden aan de uitvoering van het depositogarantiestelsel (DGS). De onzekerheid over de verhaalsmogelijkheden van banken op de boedel van SNS Bank bij toepassing van het DGS.

Aangezien bij SNS Bank € 35 mrd door het DGS gegarandeerde deposito's worden aangehouden, gaat het hierbij om een vordering in de orde van grootte van bijna € 10 mrd per Nederlandse grootbank;

ii. het verlies van vertrouwen in andere Nederlandse financiële instellingen; en

iii. de gevolgen voor rekeninghouders en daarmee gepaard gaande onrust.

DNB stelt dat de gevolgen van insolventie van de Holding SNSR daarenboven zodanig desastreus kunnen zijn, dat het risico hierop niet mag worden genomen.

DNB somt de belangrijkste oplossingen op, waarin de Staat in oplopende mate betrokken is:

1) **Verkoop verzekeraar**
   Hiervan werd afgezien omdat de opbrengst ontoereikend zou zijn om SNSR op een ordentelijke manier af te wikkelen.
2) **Transacties met de drie Nederlandse grootbanken**
   DNB heeft moeten concluderen dat er geen reëel zicht is op een oplossing met participatie door de grootbanken. Twee hoofdredenen: het uiteindelijk door de EC ingenomen standpunt over de publiek-private oplossing met participatie door de grootbanken alsmede de uitkomst van een eerste versie van het door C&W opgestelde rapport.
3) **Transactie met private equity partij**
   Onderhandelingen hebben slechts geleid tot indicatieve, niet bindende voorstellen. Geen der betrokken partijen wenste zich te committeren. Belangrijkste voorwaarden CVC: Staat of grootbanken moesten het staartrisico overnemen op PF via een bad-bank constructie. Voorts moest ASR worden ingebracht, waarbij CVC synergievoordelen van een fusie tussen Reaal en ASR zou kunnen realiseren.
   Noot van deskundigen: deze eis van CVC is omstreeks ditzelfde moment ook weer ingetrokken, middels een nieuw voorstel van het Consortium van 23 januari 2013, verder aangepast op 25 januari 2013.
4) **Inzetten overdrachtsinstrument**
   Bevoegdheden hebben geen betrekking op Holding SNSR en op de verzekeringsholding Reaal doch uitsluitend op de aandelen in SNS Bank en de onder toezicht staande verzekeraars alsmede op activa en passiva van deze instellingen. Primair is gekeken naar overdracht aandelen SNS Bank. Daarnaast is een overdracht van de activa en passiva van SNS Bank m.u.v. het eigen vermogen en de achtergestelde schulden onderzocht. Niet realiseerbaar vanwege de risico's van PF.
   De facto had de Staat een nieuwe brugbank moeten stichten aan wie de aandelen of de activa en de passiva moesten worden overgedragen. Echter, EC zou niet toestaan dat de twee grootbanken ING en ABN AMRO hierin zouden participeren, zodat de Staat de brugbank volledig had moeten financieren. Vandaar dat het overdrachtsinstrument geen alternatief voor onteigening kon zijn.
5) **Onteigening**
   Biedt volgens DNB meer mogelijkheden omdat d.m.v. een bijdrage van de huidige financiers de kapitaalpositie van SNSR met ongeveer € 1 mrd kan worden versterkt. D.m.v. het mee- onteigenen van de achtergestelde schuldtitels van SNS Bank en SNSR kunnen verliezen bij de houders van deze schuldtitels worden neergelegd, hetgeen naar de inschatting van DNB geen onaanvaardbare risico's voor financiële stabiliteit met zich mee zou brengen.

Resumerend: DNB komt tot de slotconclusie dat, naar het zich op dat moment laat aanzien, nationalisatie van de groep als geheel de enige resterende oplossing voor SNSR is. DNB acht het niet langer verantwoord dat SNS Bank het bankbedrijf uitoefent in het geval DNB in haar definitieve SREP 2012-besluit eenzelfde maatregel aan SNS Bank oplegt als genoemd in het voorgenomen besluit en SNS Bank vervolgens binnen de daarvoor gegeven termijn niet aan de opgelegde maatregel voldoet. Indien MinFin zou besluiten niet tot

nationalisatie over te gaan, zal DNB zich vanuit haar toezichtverantwoordelijkheid genoodzaakt zien over te gaan tot het aanvragen van de noodregeling, hetgeen toepassing van het DGS zou betekenen.
Slotalinea brief: *"Op grond van het bovenstaande adviseert DNB U daarom voorbereidingen te treffen om direct na het verstrijken van de termijn in een definitief SREP-besluit, indien en voor zover dat wordt genomen, of eerder wanneer de situatie daar aanleiding toe geeft, gebruik te kunnen maken van Uw bevoegdheden op grond van deel 6 Wft".* Dit hield concreet in het advies om voorbereidingen te treffen om SNSR te gaan nationaliseren.

24 januari 2013: Het Financieele Dagblad meldt dat goed geïnformeerde Haagse bronnen er rekening mee houden dat de Staat binnen enkele dagen SNSR nationaliseert. *"De speculatie over het meebetalen door obligatiehouders miste zijn uitwerking niet. De koersen van de drie beursgenoteerde SNS-obligaties daalden de afgelopen twee dagen prompt".*

25 januari 2013: Overleg SNSR-DNB-MinFin. MinFin stelt dat zij een aangepast voorstel van CVC heeft ontvangen. Loskoppeling van de transactie met ASR vermindert de complexiteit aanzienlijk. CVC sluit met haar aanbod nog steeds niet aan bij het uitgangspunt van MinFin dat er € 2,4 mrd op PF moet worden afgeschreven. CVC kan hier slechts aan tegemoet komen, indien ASR later alsnog in de transactie wordt betrokken.

27 januari 2013: Definitief SREP 2012-besluit. De volgende maatregelen worden door DNB aan SNS Bank opgelegd:
"SNS Bank dient uiterlijk 31 januari 2013 om 18:00 uur haar kernkapitaal met minimaal € 1,84 mrd te hebben aangevuld, althans SNS Bank dient uiterlijk 31 januari 2013 om 18:00 uur een finale oplossing te presenteren welke naar het oordeel van DNB een voldoende mate van zekerheid van slagen heeft, waarbij tenminste is vereist dat alle daarbij betrokken partijen zich aantoonbaar aan de gepresenteerde oplossing hebben gecommitteerd en welke op korte termijn daadwerkelijk leidt tot aanvulling van het genoemde kapitaaltekort."
Verwezen wordt naar de voorlopige SREP 2012-brief van 18 januari 2013. *"Indien SNS Bank niet in staat zal blijken om haar kapitaalpositie tijdig en voldoende te versterken, acht DNB het blijkens haar voornemen niet langer verantwoord dat SNS Bank het bankbedrijf uitoefent en zal DNB gebruik maken van haar bevoegdheden op grond van de Wet op het financieel toezicht (Wft).*
DNB legt uit waarom slechts een korte termijn wordt geboden. Omstandigheden die daarbij een rol hebben gespeeld:

- De ernst van de situatie en de tijd die reeds besteed is aan het vinden van oplossingen;
- Sinds 16 januari 2013 is reeds een bedrag van ca. € 1,8 mrd aan spaargelden bij SNS Bank opgenomen.
- Bij het ontbreken van een overtuigende en definitieve oplossing zal het niet mogelijk zijn om op 14 februari 2013 de voorlopige jaarcijfers 2012, die op continuïteitsbasis zijn opgesteld, naar buiten te brengen; dit omdat de externe accountant in haar brief aan SNSR d.d. 29 november 2012 heeft gesteld dat zonder aanvullende commitments van derden voor versterking van de kapitaalspositie, gerede twijfel bestaat over de continuïteit van de onderneming. Dit publicatiemoment was door SNSR eerder al extern gecommuniceerd. Uitstel van de publicatie van de jaarcijfers zonder aankondiging van een totaaloplossing voor SNSR zou een verdere ondermijning van het vertrouwen in SNSR en SNS Bank hebben betekend.

N.B.: Op 27 januari 2013 lag het concept onteigeningsbesluit alsmede het draaiboek voor onteigening al gereed.

27 januari 2013: Rapport RBS i.o.v. DNB waarin de financiële gevolgen van nationalisatie versus CVC-scenario met elkaar worden vergeleken.

28 januari 2013: Rapport Morgan Stanley i.o.v. MinFin, waarin de financiële gevolgen van nationalisatie versus CVC-scenario met elkaar worden vergeleken.

29 januari 2013: Notulen RVC SNSR. Uit deze notulen blijkt dat de grootbanken hun zorgen hebben uitgesproken over de wijze waarop de bad bank zal worden afgebouwd, gelet op het effect dat de afbouw zou kunnen hebben op hun eigen vastgoed (financiering)-activiteiten. Een topambtenaar heeft namens MinFin aangegeven dat als de grootbanken dat zouden willen, ze in de bad bank zullen moeten participeren. MinFin heeft laten weten dat de Minister aan CVC heeft aangegeven, de voorkeur te hebben voor een private oplossing. Belangrijkste hurdle is het gat tussen de, in het laatste voorstel op dat moment, door CVC geboden € 2,2 mrd en de door MinFin gevraagde € 2,4 mrd en de kapitalisatie van de bad bank (i.e. de grootbanken).

29 januari 2013: De Minister stelt op grond van artikel 6:3, eerste lid, van de Wft tevens de Autoriteit Financiële Markten in kennis van zijn voornemen om gebruik te maken van de in de artikelen 6:1, 6:2 en 6:4 opgenomen interventiebevoegdheden, indien SNS Bank niet uiterlijk 31 januari 2013 om 18:00 uur aan de haar door DNB opgelegde maatregel zou voldoen.

30 januari 2013: Uit de notulen van een telefonische vergadering van de RvC SNSR blijkt dat MinFin eerder op die dag het attachment point plotseling heeft verhoogd naar € 2,8 mrd. CVC zou hierover zeer ontstemd zijn geraakt. Tot op heden bedroeg de door MinFin geëiste afschrijving steeds € 2,4 mrd en dat, nu CVC bereid is aan deze eis te voldoen, dit bedrag ineens met € 400 mio wordt verhoogd. MinFin heeft volgens de notulen geen antwoord kunnen geven op de vraag waarom zij haar eis plotseling verhoogd heeft van € 2,4 mrd naar € 2,8 mrd.

31 januari 2013: Notulen RvC SNSR: In de vergadering heeft RvB het laatste CVC-voorstel toegelicht zoals het die ochtend met MinFin is besproken en dat tegemoetkomt aan de verhoging van MinFin naar € 2,8 mrd. Stichting Beheer SNS Reaal zou reeds hebben ingestemd met haar deelname aan het CVC-scenario.
Lid van RvB bracht ook verslag uit van zijn gesprek van zojuist met DNB. DNB leek alleen geïnteresseerd in het commitment van MinFin en de grootbanken. De grootbanken zouden hun commitment per email hebben gegeven, welke enkele minuten voor 18u naar DNB zou zijn gestuurd.

31 januari 2013: Presentatie MoU bij DNB door CVC en SNSR onder de naam: *"Een volledig en haalbaar plan voor herkapitalisering van SNS Reaal".* De facto betrof het een toelichting op het finale non-binding bod van CVC. DNB acht het CVC-scenario niet meer realiseerbaar. Verwezen wordt naar hetgeen elders in dit rapport over de onderhandelingen met CVC wordt opgemerkt. Deskundigen constateren dat MinFin zelf bij deze laatste belangrijke presentatie afwezig is.

31 januari 2013: MinFin ontvangt via email een niet bindend finaal bod van CVC, welk bod nog dezelfde dag door Wouter Raab namens MinFin per email wordt afgewezen.
"Ondanks de diverse aanpassingen ten opzichte van jullie eerste voorstel is aan de essentiële zorgen van de Staat niet tegemoetgekomen. Zoals jullie weten betroffen die de hoogte van de afschrijvingen op de vastgoedportefeuille, het voorzien in de daardoor ontstane hogere kapitaalbehoefte, de dealzekerheid, waarderingen, de aansprakelijkheidsrisico's en de onbalans tussen de inbreng van de partijen enerzijds en de verdeling van baten en risico's anderzijds".

31 januari 2013: Om 18:00 uur is door DNB geconstateerd, dat SNS Bank niet binnen de daarvoor gegeven termijn aan de haar opgelegde maatregel heeft voldaan. MinFin werd hiervan in kennis gesteld. Ook het voorstel van SNSR waaraan de afgelopen maanden was gewerkt, om met behulp van CVC tot een publiek-

private oplossing te komen, gaf een onvoldoende mate van zekerheid dat het genoemde kapitaaltekort op korte termijn zal worden aangevuld en was daarmede afgevallen.

31 januari 2013: zgn. **Kapitaal- & Liquiditeitsinjectie brief** van DNB aan MinFin overeenkomstig artikel 6:5 Wft, waarbij MinFin tevens wordt gewezen op het bepaalde in artikel 1:42, vijfde lid Wft. MinFin heeft DNB verzocht haar te adviseren over de aanvullende kapitaal- en liquiditeitsbehoefte van de belangrijkste entiteiten van SNSR indien deze wordt genationaliseerd en PF wordt afgezonderd. DNB verstrekt haar analyse in lijn met genoemde artikel 6:5. DNB merkt op dat nationalisatie een heel ander uitgangspunt is dan bijvoorbeeld de vraag welke injecties strikt noodzakelijk zijn om aan de minimumnormen te kunnen voldoen. Conclusie: DNB adviseert om kort na de nationalisatie de volgende kapitaalsinjecties te realiseren uitgaande van een burden sharing van € 686 mio SNS Bank (incl. alle onderhandse leningen, excl. participatiecertificaten) en € 396 mio SNSR (nominaal ca. € 375 mio incl. onderhandse leningen[22]), gebaseerd op de boekwaarde van deze leningen per die datum[23]. Derhalve in totaal € 1,082 mrd (nominaal ca. € 1,061 mrd):

- **SNS Bank**: € 1,9 mrd kapitaalinjectie.
- **PF**: € 0,5 mrd aanvullend kapitaal zodat de staatsgarantie op de lening van SNS Bank aan PF niet onmiddellijk behoeft te worden aangesproken plus staatsgarantie ad € 4,5 mrd m.b.t. financiering door SNS Bank van PF en teneinde nakoming van de verplichtingen door PF te garanderen. Uitgangspunt is dat SNS Bank de financiering van PF in eerste instantie continueert.
- **SNSR Holding**: € 300 mio aanvullend kapitaal plus lening ad € 1,1 mrd om de intra-groep- leningen af te lossen en overige concurrente schulden, die binnenkort afgelost dienen te worden, te voldoen.

DNB adviseert daarmede MinFin om in totaal € 2,7 mrd te injecteren, een lening van € 1,1 mrd aan SNSR te verstrekken en een staatsgarantie van ca. € 4,5 mrd te geven.
Zoals gezegd gaat DNB uit van een burden sharing van in totaal € 1,08 mrd, gespecificeerd als volgt:

- **SNS Reaal: (alle bedragen in mio)**

6,258% achtergest. obligatielening 2019	€ 250
8,45% achtergest. obligatielening 2018	€ 95
Onderhandse achtergest. lening Van Doorn 2020	€ 30
Onderhandse achtergest. lening FNV 2014	€ 21
Totaal	€ 396

- **SNS Bank: (alle bedragen in mio)**

Achtergest. Tier-1 obligatieleningen (excl. participatiecert.)	€ 330
Achtergest. Tier-2 obligatieleningen	€ 304
Onderhandse achtergestelde leningen	€ 52
Totaal	€ 686

De schattingen en gehanteerde veronderstellingen van DNB zijn aan de orde geweest in gesprekken op 21 en 23 januari 2013 tussen DNB en MinFin c.q. haar adviseur.

[22] Bij de achtergestelde leningen voor SNS Bank is dit inclusief de onderhandse lening van € 40 mio van SNSR. Bij SNSR lijkt hier abusievelijk de boekwaarde inclusief mutatie marktwaarde als gevolg van hedge accounting te zijn gebruikt voor de 8,45% achtergestelde lening, nominale waarde USD 100 mio; dit zou een verschil van ruim € 20 mio betekenen.
[23] De onderliggende details komen uit "Estimated capital and funding need of Mercurius Group" van DNB, d.d. 31 januari 2013, zoals opgesteld ter verdere onderbouwing van de genoemde Kapitaal- en Liquiditeitsinjectie brief.

Uit de brief blijkt dat DNB op 31 januari 2013 een nieuwe versie van het Cushman & Wakefield-rapport (gebaseerd op de cijfers per 31 december 2012) heeft ontvangen. Een eerste beoordeling door DNB, MinFin en haar adviseur leert, dat de te verwachten verliezen op basis van de waardering in dit rapport niet materieel afwijken van die op basis van de waardering in het rapport d.d. 14 december 2012. DNB gaat ervan uit dat de discount rate van ca. 7%, die C&W bij haar waardering van de PF-portefeuille heeft aangenomen, voldoende ruimte geeft om de operationele en garantiekosten van PF te kunnen voldoen.

Het bovenstaande resulteert voor **PF** in de navolgende bedragen: (alle bedragen in mrd)

Netto exposure PF-Portefeuille (leningen plus REO)	€ 7,5
Afschrijving C&W (€2,8 mrd minus voorziening H2 2012)	-/- € 2,5
Transfer price	€ 5,0
Te financieren met: Aanvullend kapitaal	€ 0,5
Leningen SNS Bank (met genoemde staatsgarantie)	€ 4,5

Noot: de afschrijving van € 2,8 mrd ligt tussen € 2,4 mrd Base Case scenario en € 3,2 mrd in het Adverse Case scenario van C&W.

Met betrekking tot **Reaal** wordt opgemerkt dat geen aanvullend kapitaal nodig is en dat Reaal adequaat is gekapitaliseerd. Reaal zal per 31 december 2012 een solvabiliteitsratio van 190% kunnen laten zien. Wel moeten de intra-groep-leningen direct worden afgelost.
Continuïteit van **SNSR** wordt van groot belang geacht. Als gevolg van de injectie van € 300 mio aanvullend kapitaal blijft de double leverage ratio beperkt tot 115%, hetgeen van belang is uit het oogpunt van level playing field t.o.v. andere Nederlandse financiële Holdingmaatschappijen.
Uit de door DNB opgestelde (indicatieve) presentatie, behorend bij de kapitaalbrief, blijkt nog het navolgende:
Cash out MinFin: € 3,8 mrd, waarvan kapitaalinjectie € 2,7 mrd en lening € 1,1 mrd. Daar komt nog bij de staatsgarantie van € 4,5 mrd.
Cash in MinFin: € 4,5 mrd waarvan verkoop bank ná 2014 is ingeschat op: € 1,3 mrd; verkoop Reaal op € 1,4 mrd; terugbetaling lening Holding € 1,1 mrd; liquidatiekosten Holding -/- € 0,7 mrd; resolutieheffing € 1 mrd; verkoop PF € 0,5 mrd.
Nettoresultaat € 0,7 mrd ervan uitgaande dat staatsgarantie niet zal worden aangesproken, omdat de PF verliezen de C&W midcase van € 2,8 mrd niet zullen overstijgen.
Noot deskundigen: Op basis van de door DNB verstrekte indicatieve cijfers bedraagt de totale cash in € 4,6 mrd, (i.p.v. € 4,5 mrd), de totale cash out € 3,8 mrd en het nettoresultaat € 0,6 mrd i.p.v. € 0,7 mrd. De geconstateerde verschillen kunnen wellicht als gevolg van afronding zijn ontstaan.

1 februari 2013: Brief DNB aan SNS Bank en SNSR dat, nu niet is voldaan aan de maatregel uit het SREP 2012 Besluit van 27 januari 2013, DNB het niet langer verantwoord acht dat SNS Bank het bankbedrijf uitoefent.
DNB hanteert in de brief de navolgende overwegingen m.b.t de met CVC gevoerde onderhandelingen:
DNB overweegt onder meer: "Wel hebben SNS REAAL N.V. (SNS REAAL) en SNS Bank een voorstel aan DNB gepresenteerd, bestaande uit onder andere een memorandum of understanding (MoU), dat naar hun oordeel zou voorzien in een herkapitalisatie in lijn met het besluit van DNB. DNB heeft dit voorstel beoordeeld, en komt tot het oordeel dat dit voorstel een onvoldoende mate van zekerheid geeft dat het genoemde kapitaaltekort op korte termijn zal zijn aangevuld".
DNB doelt hier op de onderhandelingen met CVC. Naar het oordeel van DNB gaf de uitkomst van de onderhandelingen met CVC op 31 januari 2013 onvoldoende mate van zekerheid dat het genoemde kapitaaltekort op korte termijn zou zijn aangevuld. Voor de uitkomst van de onderhandelingen met CVC wordt verwezen naar Hoofdstuk 6.

"Gelet op het voorgaande zal DNB de Minister informeren dat niet aan de maatregel uit het SREP besluit van 27 januari jl. is voldaan en dat DNB het niet langer verantwoord acht dat SNS Bank het bankbedrijf uitoefent".

1 februari 2013: DNB stelt de Minister van Financiën in kennis van haar oordeel dat SNS Bank niet binnen de daarvoor gegeven termijn aan de maatregel heeft voldaan. Het CVC-voorstel geeft een onvoldoende mate van zekerheid dat het genoemde kapitaaltekort op korte termijn zal worden aangevuld. Niet alle bij de voorgestelde transactie betrokken partijen hebben zich aantoonbaar gecommitteerd. Ook de van DNB gevraagde toezeggingen kunnen niet worden gegeven. DNB acht het niet langer verantwoord dat SNS Bank het bankbedrijf uitoefent. DNB raadt de minister van financiën aan gebruik te maken van de bevoegdheden in het kader van de WfT. DNB zal noodregeling aanvragen indien niet tot nationalisatie wordt overgegaan (zie ook brief van 24/1/2013).

1 februari 2013: Aanvraag verklaring van geen bezwaar door MinFin ingediend bij DNB.

1 februari 2013: Verlening verklaring van geen bezwaar door DNB.

1 februari 2013: Minister van Financiën kondigt nationalisatie aan.

In voren geschetst overzicht van relevante feiten en omstandigheden komt ook het optreden van DNB in de periode voorafgaande aan 1 februari 2013 aan de orde. Het blijkt dat DNB vanaf de aanvang het aanvragen van de noodregeling, gevolgd door faillissement, nooit als een realistisch doch louter als een theoretisch scenario heeft beschouwd. Verwezen wordt onder meer en met name naar het hiervoor genoemde schrijven van DNB d.d. 2 oktober 2012 en naar een email van Jan Sijbrand (verantwoordelijk voor bankentoezicht) van DNB aan deskundigen d.d. 12 mei 2017 (zie dataroom), waarin DNB als volgt reageert op de vraag van deskundigen of DNB daadwerkelijk zou hebben besloten tot het aanvragen van de noodregeling indien MinFin op 1 februari 2013 niet tot onteigening zou zijn overgegaan:
"In de visie van DNB was, vanwege de systeemrelevantie van SNS Bank, nationalisatie van de groep als geheel uiteindelijk de enige realistische oplossing indien geen oplossing met behulp van private partijen kon worden bereikt. Uit het (intensief) overleg met MinFin had DNB de overtuiging verkregen dat deze visie door MinFin werd gedeeld. Dat neemt niet weg dat in het (in de ogen van DNB dus theoretische) scenario dat de Minister niet tot nationalisatie zou overgaan, DNB vanuit haar eigen verantwoordelijkheid als toezichthouder de noodregeling zou hebben aangevraagd. Dit standpunt is door DNB ook verwoord in de door u aangehaalde brieven van 24 januari en 1 februari 2013. DNB zou dus in dit scenario de noodregeling hebben aangevraagd. Een andere beslissing zou slechts denkbaar zijn geweest indien de redenen van de Minister om van onteigening af te zien zodanig zwaarwegend waren dat zij aanleiding zouden hebben gegeven af te zien van het aanvragen van de noodregeling. Dergelijke redenen waren (en zijn ook thans) DNB niet bekend".

Het aanvragen van de noodregeling, gevolgd door faillissement, is vanaf de aanvang voor DNB derhalve geen realistisch scenario geweest, zo concluderen deskundigen uit het verloop der gebeurtenissen. Dit wil echter niet zeggen dat voor de vaststelling van de schadeloosstelling de gevolgen van een eventuele noodregeling gevolg door faillissement niet relevant zijn. Verwezen wordt naar Hoofdstuk 7 van dit rapport.

Deskundigen zijn van mening dat het optreden van DNB tot aan eind november 2012 vooral als 'sturend' kan worden aangemerkt. Als toezichthouder signaleerde zij het solvabiliteitsprobleem van SNS Bank helder en drong zij begrijpelijk aan op een oplossing, met een duidelijke voorkeur voor een zo veel mogelijk private variant. Ook nam zij de leiding om pro-actief de 3GBs te benaderen voor hun mogelijke bijdrage aan een gezamenlijke oplossing. Toen eind november/begin december bleek dat MinFin altijd een bijdrage zou

moeten leveren aan elke nog mogelijke oplossing werd DNB minder 'sturend' en de regie hiermee eigenlijk overgedaan aan MinFin. DNB legde vanaf december 2012 weer meer de nadruk op haar toezichthoudende rol en minder op haar sturende, adviserende en bemiddelende rol. In de onderhandelingen met CVC speelde DNB dan ook geen rol van betekenis. Vanwege de veelvuldige contacten met MinFin inzake SNSR kan het DNB niet ontgaan zijn dat MinFin vanaf aanvang januari 2013 en gedurende de onderhandelingsfase met CVC reeds intensief doende was met de voorbereidingen van een nationalisatie. Deskundigen hebben niet kunnen vaststellen dat tussen DNB en MinFin in deze fase aan de orde is geweest de mogelijkheid van het opleggen van de bankenheffing als gedeeltelijke oplossing voor het funding probleem bij PF in het CVC-scenario.

In de zogenaamde voorlopige SREP 2012-brief van 18 januari 2013 constateerde DNB mede op basis van de uitkomsten van het C&W rapport een kapitaaltekort van minimaal € 1,84 mrd en maakte melding van haar voornemen SNS Bank de maatregel op te leggen om uiterlijk 31 januari 2013 om 18.00 uur haar kernkapitaal met minimaal € 1,84 mrd te hebben aangevuld, dan wel uiterlijk 31 januari 2013 om 18.00 uur een finale oplossing te hebben gepresenteerd die naar het oordeel van DNB een voldoende mate van zekerheid van slagen zou hebben en op korte termijn daadwerkelijk tot aanvulling van het genoemde kapitaaltekort zou leiden. Het is deskundigen niet voldoende duidelijk geworden waarom deze deadline zo is gekozen en waarom deze pas per 18 januari expliciet werd gemaakt.

Deskundigen achten de zorg van DNB, vanuit haar rol als toezichthouder, dat SNS Bank en SNSR over voldoende kapitaal dienden te beschikken, heel reëel. Hierdoor is het ook logisch dat CVC-voorstellen die nog gebaseerd waren op een injectie, die onvoldoende hoog was om de noodzakelijke afboeking van € 2,4 mrd op PF op te vangen, door DNB als onvoldoende werden bestempeld. Echter, in het laatste voorstel van CVC, door deskundigen de CVC-Aanbieding genoemd (zie Hoofdstuk 6), was deze noodzakelijke injectie wel voldoende hoog. DNB heeft vervolgens dit voorstel als niet voldoende committed, zowel van CVC-zijde, maar bovenal vanuit de zijde van MinFin, afgewezen. Het is deskundigen niet duidelijk geworden waarom DNB geen verdere druk op MinFin heeft uitgeoefend om haar commitment te verhogen, zeker vanwege het publiek-private karakter van deze oplossing.

Hoofdstuk 4. Financiële situatie SNS REAAL N.V. in de aanloop naar nationalisatie

4.1 Inleiding: profiel en aanloop

Dit hoofdstuk beschrijft de stand van zaken en financiële status van SNSR-groep c.a. in de aanloop naar de nationalisatie. SNSR bestond ten tijde van de nationalisatie uit de volgende onderdelen:

- SNS REAAL N.V., de zogenaamde (top)holding ("SNSR");
- SNS Bank N.V., waarvan Property Finance onderdeel was, naast SNS Retail Bank met verschillende sub-merken zoals, ASN Bank en Regio Bank (tezamen "SNS Bank");
- REAAL N.V., met o.a. Zwitserleven, Reaal Life en Reaal Non-life (tezamen "REAAL").

Hieronder worden de posten uit de balansen en winst & verliesrekeningen bekeken, als ook de market-multiples waarderingen van de verschillende onderdelen en de holding, die beide een reflectie zijn van de financiële toestand van SNSR. Achtereenvolgens komen aan de orde:

- SNS Bank
    - SNS Retail Bank
    - Property Finance
- REAAL
- SNS REAAL (de holding)
- Sum-of-the-parts waardering en koersontwikkeling van aandelen en achtergestelde schulden

In 2012 had SNSR ca. 3 mio klanten.

De historie van SNS Bank gaat terug tot 1817 met de door de 'Maatschappij tot Nut van 't Algemeen' opgerichte eerste nutsspaarbank. De nutsspaarbanken hadden over het algemeen meer sociale dan commerciële doelstellingen, zoals het bevorderen van zelfredzaamheid van Nederlanders. De nutsspaarbanken kenmerkten zich door het omzetten van deposito's in veilige activa. In de tweede helft van de vorige eeuw breidden de activiteiten van de (nuts)spaarbanken zich uit naar onder meer woninghypotheken en consumentenkredieten. In deze periode was er sprake van een fusiegolf van banken en ook tussen spaarbanken, die onder andere opgingen in SNS (Samenwerkende Nederlandse Spaarbanken). SNS Bank werd qua grootte de nr. 4 bank van Nederland, op afstand van de drie grootbanken Rabobank, ING Bank en ABN AMRO.

De Reaal Groep is voortgekomen uit De Centrale Arbeidersverzekerings- en Depositobank (1904) en de Coöperatieve Levensverzekeringsmaatschappij Concordia (1907). In mei 1997 fuseerden SNS Bank en REAAL, toen SNS Bank de aandelen REAAL kocht van de vakbond FNV. REAAL behoorde tot de grootste verzekeraars van Nederland. REAAL voerde levensverzekeringen, pensioenproducten en schadeverzekeringen.

De SNS REAAL groep werd vanuit de holding SNS REAAL N.V. aangestuurd door een Raad van Bestuur (onder toezicht van een Raad van Commissarissen), met operationele directies op het niveau van SNS Bank en REAAL. SNSR, SNS Bank en REAAL stonden onder toezicht van De Nederlandsche Bank.

In mei 2006 kreeg SNS REAAL N.V. via een IPO een publieke notering op Euronext Amsterdam. De Stichting Beheer SNS REAAL ('StBSR' of kortweg 'Stichting Beheer') behield aanvankelijk een meerderheid van de

aandelen van ruim 65%. De opbrengst van de IPO was ongeveer € 416 mio voor SNSR en ruim € 950 mio voor haar verkopende aandeelhouder, Stichting Beheer.

Kort na de IPO werd een aantal overnames gedaan:

- Property Finance ('PF'), een onderdeel van Bouwfonds, werd van ABN AMRO gekocht in 2006 voor € 810 mio;
- AXA Nederland van AXA S.A. in 2007 voor € 1,75 mrd; en
- Zwitserleven Nederland van Swiss Life S.A. in 2007 voor € 1,5 mrd.

Voor de financiering van de PF-acquisitie werden met name gelden gebruikt, zoals net eerder opgehaald bij de beursgang. Immers, bij de beursgang had niet alleen de Stichting Beheer een aantal van haar aandelen verzilverd, doch werden ook nieuwe aandelen aan het publiek aangeboden, zodat ook vers geld de Holding (SNSR) was ingestroomd ter grootte van de genoemde ruim € 400 mio. Voor de financiering van AXA Nederland werd een hernieuwde aandelenemissie gerealiseerd met € 350 mio aan opbrengst, terwijl daarnaast voor € 1 mrd aan zogenaamde hybride kapitaalinstrumenten werden uitgegeven, waaronder een achtergestelde lening vanuit SNSR van € 350 mio, die feitelijk al een vergroting van de zogenaamde double leverage betekende. Voor de financiering van de aankoop van Zwitserleven was al meer creativiteit nodig: ter gedeeltelijke financiering hiervan zijn 6 zogenaamde B-aandelen uitgegeven ter waarde van € 600 mio aan de StBSR, terwijl daarnaast leningen voor ruim € 900 mio werden aangetrokken, waaronder weer een achtergestelde lening.

Dit overzicht van drie grote aankopen (voor meer dan € 4 mrd bij elkaar, terwijl de marktkapitalisatie net na IPO iets minder bedroeg dan € 4 mrd) in een tijdsspanne van ruim één jaar geeft al aan, dat SNSR heel sterk groeide net na de beursgang, waarbij vooral leningen voor deze aankopen werden ingezet. Bovendien ontstond hierdoor in de basis al een redelijk complexe vermogensstructuur.

In 2007 begon de financiële crisis, waarvan de effecten in de loop van 2008 goed merkbaar werden. Alle banken en financiële instellingen ondervonden hier last van. SNSR in het bijzonder, doordat het nog midden in te verwerken overnames zat. Verder bleek al snel dat de kwaliteit van de PF-portefeuille (qua grootte circa een vierde van de woninghypotheekportefeuille van SNS Bank) veel slechter was dan aanvankelijk gedacht.

In 2008 werd, op aandrang van DNB en MinFin, dan ook besloten om het kapitaal te versterken met uitgifte van € 750 mio zogenaamde CT-1 instrumenten (Core Tier-1 kapitaal) aan de Nederlandse Staat en € 500 mio CT-1 papier aan StBSR. De rationale hiervan was vooral om de kapitaalpositie van REAAL te versterken, die verzwakt was door de eerdergenoemde overnames. De Europese Commissie gaf hier goedkeuring aan met als voorwaarde dat een 'viability plan' zou worden opgesteld en MinFin regelmatig een monitoring rapport zou maken[24]. In 2011 heeft SNSR een gedeelte van deze staatssteun, € 185 mio, zonder boete terugbetaald, terwijl aan de StBSR € 65 mio werd terugbetaald. Het voor de Staat resterende bedrag ad € 565 mio zou uiterlijk eind 2013 met 50% boete terugbetaald moeten worden[25].

In 2011/2012 werd duidelijk dat SNSR met name worstelde met de effecten van de lage kwaliteit kredietportefeuille van PF, een hoge double leverage op holding niveau (zoals nader beschreven zal worden

[24] In dit viability plan stond onder andere een ambitie c.q. verzoek om kapitaalsverhoging en de verkoop van de zogenaamde non-life (lees: schade) portefeuille van de verzekeraar om zo een rendement van 10% mogelijk te maken op deze investering van de Staat, aldus de EC.

[25] Aangezien SNSR in 2009 en 2010 geen mogelijkheid had om een couponbetaling te doen op de CT-1 instrumenten, werd in 2011 een herstructureringsplan opgelegd, met meer commitments, waaronder een expliciet terugbetaalschema (eerste deel per eind 2013), zogenaamde burden sharing en met als doel de beperking van de verstoring van mededinging.

in Hoofdstuk 4.4), hoge overnameprijzen betaald in 2007 en de terugbetalingsverplichting van CT-1 instrumenten gehouden door de Staat. Problemen die uiteindelijk leidden tot de nationalisatie in februari 2013.

SNSR en DNB/MinFin spanden zich vanaf ultimo 2011 in om een oplossing te vinden voor deze problemen, waarbij duidelijk was dat een oplossing voor PF voor het voortbestaan van SNSR cruciaal was. SNS Bank was immers zonder PF een solide spaar- en hypotheekbank en REAAL was een verzekeraar zonder grote problemen, doch wel met financieringsrisico's.

Vanaf aanvang 2012 is tevergeefs geprobeerd via verschillende scenario's faillissement (via de noodregeling) of nationalisatie te voorkomen. Verwezen wordt naar Hoofdstuk 3 en 5.

KPMG meldde op 29 november 2012 geen verklaring over de continuïteit te kunnen geven bij het jaarverslag 2012 dat in maart 2013 zou uitkomen en waarvan op 14 februari 2013 de voorlopige jaarcijfers aangekondigd zouden worden, indien het tekort bij SNS Bank qua eigen vermogen na een verwachte benodigde forse afschrijving op de leningenportefeuille van PF niet adequaat zou zijn aangevuld.

In december 2012 restten nog twee scenario's om een eventuele noodregeling al of niet gevolgd door faillissement te voorkomen: een privaat/publieke overname onder leiding van CVC (al dan niet inclusief overname van ASR) en nationalisatie (een alternatief bod door ASR op 14 december 2012 werd direct door MinFin afgewezen).

Op 14 december 2012 bracht Cushman & Wakefield ('C&W') een rapport uit in opdracht van MinFin (op voorschrift van de EC voor oplossingen waar de Staat een rol in zou spelen), waarin de zgn. Real Economic Value (REV) van de PF-portefeuille was bepaald. Op basis van dit rapport zou de afboeking van PF fors hoger moeten zijn dan de bestaande impairmentrapportages van SNS Bank (met input van haar externe onafhankelijke adviseur EY en in goed overleg met DNB), namelijk € 2,4 mrd (zogenaamde Base Case van C&W) ten opzichte van ongeveer € 1,4 mrd die eerder door SNS Bank was berekend. De toepassing van de C&W-waardering maakte het CVC-scenario minder haalbaar, omdat dit tot een groter kapitaaltekort leidde dat door partijen aangevuld moest worden. CVC had, in nauw overleg met SNSR, tot aan 31 januari 2013 meer dan tien aangepaste voorstellen aan MinFin/DNB gedaan om toch tot een transactie te komen. Zie voor wat betreft de CVC-oplossing verder Hoofdstuk 6.

DNB heeft de Minister van Financiën in haar schrijven d.d. 24 januari 2013 geadviseerd op basis van de Interventiewet SNSR-groep als geheel te nationaliseren (onteigenen) ingeval het kapitaal van SNS Bank op 31/1/2013 niet met € 1,84 mrd zou worden aangevuld, gebaseerd op bovenstaande door C&W ingeschatte afboeking op PF van € 2,4 mrd; DNB gaf aan dat de noodregeling gevolgd door faillissement geen wenselijke route zou zijn, vanwege de negatieve gevolgen voor het Nederlandse bankensysteem. Een failliete SIFI, Systematically Important Financial Institution, zou negatieve gevolgen hebben voor de rating van andere Nederlandse banken en zou daarmee de funding-kosten voor alle Nederlandse banken verhogen; ook de DGS-heffing t.b.v. de spaarders, welke werd ingeschat op meer dan € 30 mrd, zou als een tè zware last voor de banken gezien worden.

Ter toelichting: SNS Bank was een zgn. SIFI, als zodanig gekwalificeerd door DNB. De betekenis daarvan was begin 2013 nog niet uitgekristalliseerd, maar de professionele markt en consumenten gingen ervan uit dat dit inhield, dat de Nederlandse Staat SNS Bank niet failliet zou laten gaan. Door rating agencies werd er ook zo naar gekeken: dat uitte zich in een hogere rating op basis van 'implied government support' dan de rating die SNS Bank standalone zou krijgen.

DNB liet MinFin in haar schrijven van 24 januari 2013 weten, dat indien SNSR niet onteigend zou worden, DNB de bankvergunning zou intrekken en de noodregeling zou aanvragen, hetgeen toepassing van het DGS zou betekenen.

Op 31 januari 2013 is het CVC-bod door MinFin afgewezen en door DNB als onvoldoende zeker beoordeeld om te voldoen aan het vereiste uit de SREP-brief van 27 januari 2013 (zie toelichting in Hoofdstuk 3) om met (een uitvoerbaar plan voor) € 1,84 mrd kapitaalversterking te komen. Op 1 februari 2013 om 8.30u ging de Staat over tot onteigening van de aandelen (A en B) SNS REAAL N.V. en de achtergestelde schulden van SNS REAAL N.V. en SNS Bank N.V., de Participatie Certificaten en achtergestelde onderhandse schulden daaronder begrepen. De achtergestelde schulden van REAAL N.V. werden niet onteigend.

4.2 SNS Bank

Kort samengevat was de positie van SNS Bank rond peildatum als volgt:

- Nr. 4 bank van Nederland; spaar- en hypotheekretailbank met een overzichtelijk productenpakket;
- Een ca. € 50 mrd portefeuille woninghypotheken van gemiddelde tot iets slechtere kredietkwaliteit in vergelijking met de andere banken, met voldoende voorzieningen voor toekomstige verliezen;
- Ruim voldoende liquiditeit door spaargelden en marktfunding-programma's;
- Ondanks gezonde kernactiviteiten van SNS Bank als geheel, veroorzaakte de PF-portefeuille met lage kwaliteit commercieel vastgoedleningen door toenemende grote afboekingen een uitholling van de kapitaalpositie;
- Op basis van een zogenaamde market-multiple waardering en een Discounted Cash Flow methode komen deskundigen op een waardering van € 1,2 mrd (excl. PF) voor SNS (Retail) Bank.

4.2.1 SNS Retail Bank

Deskundigen beoordelen de financiële situatie van SNS Retail Bank, feitelijk is dit SNS Bank los van de PF portefeuille, die separaat wordt beschreven in de volgende sectie, hieronder aan de hand van in de markt gebruikelijke parameters, zoals kapitaalratio's, liquiditeitsratio's, winstgevendheid, kwaliteit van de leningenportefeuilles en voorzieningen daarop, toegang tot de kapitaalmarkt, kwaliteit van de organisatie, incl. risico management, reputatie, externe beoordeling, zoals door rating agencies en de koersontwikkeling van aandelen en andere genoteerde instrumenten.

De kernactiviteiten van SNS Retail Bank waren, kort samengevat, sparen (€ 32,8 mrd + € 4,9 mrd overige spaartegoeden) en hypotheken (€ 50 mrd). Als aanvulling op het spaargeld werden securitisaties en andere kapitaalmarktprogramma's ingezet om verdere funding (€ 22 mrd) aan te trekken.

Per eind 2012 was SNS Bank met een balans van ca. € 80 mrd qua grootte de nr. 4 bank van Nederland, op afstand van de drie grootbanken Rabobank (€ 750 mrd), ING Bank (€ 800 mrd) en ABN AMRO (€ 400 mrd).

De woninghypotheken bedroegen ca. € 50 mrd (meer dan 60% van de totale balans), die meer dan 90% van de inkomsten opleverden (ca. € 50 mrd tegen een rente van ca. 4-5%). De hypotheken werden gefund door spaargeld (ca. € 38 mrd)-funding programma's en securitisaties (> € 20 mrd). De Property Finance leningen bedroegen ca. € 8 mrd.

Samen met de spaargelden zorgden de securitisaties en andere fundingprogramma's voor een ruime liquiditeitspositie van ruim € 16 mrd per eind 2012 (zowel cash als ook beleggingen en diverse vormen van overheidspapier). Hierdoor voldeed SNS Retail Bank ruimschoots aan de liquiditeitsratio's met minimum vereisten van 100%: LCR (Liquidity Coverage Ratio) was 327% en NSFR (Net Stable Funding Ratio) 104%.

De overige grote posten betroffen:

- Overige leningen ter grootte van ruim € 2 mrd (waaronder MKB-leningen en andere hypothecaire leningen);
- De PF-leningen met een omvang van ca. € 8 mrd;
- De post derivaten (activa) ter grootte van ca. € 3,6 mrd.

De conclusie inzake de financiële positie van SNS Retail Bank rond 1 februari 2013 is dan ook als volgt. Los van Property Finance was SNS Bank, meer precies geduid als SNS Retail Bank, een solide spaar- en hypotheekbank, met een behoorlijk marktaandeel, een van oudsher laag risicoprofiel[26] en ruim voldoende liquiditeit. De voorzieningen (afgezien van PF) op met name de hypotheekportefeuille waren naar het oordeel van deskundigen (in navolging van DNB en de externe accountant van SNSR) voldoende en adequaat om toekomstige te verwachten verliezen op te vangen[27].

Hieronder worden de balansen per 31 december 2012 en per 31 januari 2013 weergegeven van SNS Bank in haar geheel (incl. PF), waarna op de navolgende onderdelen nadere toelichting wordt gegeven:

- Hypotheekportefeuille
- Derivaten
- Spaargelden
- Funding
- Kapitaalpositie
- Liquiditeit
- Overig

gevolgd door de winst- en verliesrekeningen over 2012 en januari 2013 met nadere toelichting op:

- Netto rentemarge
- Fee inkomsten
- Voorzieningen en afschrijvingen
- Kosten/baten-verhouding

De balans van PF is hierbij erg eenvoudig: de vastgoedleningen (inclusief Property Projects[28]) ter grootte van ongeveer € 7 mrd per eind 2012 en overige activa (van ongeveer € 0,5 mrd) worden gefinancierd met leningen vanuit SNS Retail Bank[29].

[26] Zie rapport NLFI juni 2016 Advies toekomstopties SNS Bank.
[27] Zie later deze sectie voor meer details inzake de hypotheekportefeuille en bijbehorende voorziening.
[28] Dit zijn zogenaamde uitgewonnen, voormalige vastgoedleningen, waarbij PF eigenaar is geworden van het onderliggende onderpand. Zie Hoofdstuk 4.2.2 voor meer details.
[29] Merk op dat dit de netto (dat wil zeggen na aftrek van voorzieningen) vastgoedleningen per ultimo 2012 omvat, inclusief de grote extra voorziening zoals genomen in H2 2012. De eerder genoemde PF-leningen van SNS Bank betreft de financiering vanuit SNS Bank aan PF, waarbij het verschil tussen € 7,5 mrd aan totale activa en € 8 mrd financiering wordt verklaard door het negatieve eigen vermogen van PF per ultimo 2012.

16.1 Consolidated balance sheet

Consolidated balance sheet

Before result appropriation and in € millions	*Notes*	31-12-2012	31-12-2011
Assets			
Cash and cash equivalents	*1*	6,933	5,128
Loans and advances to banks	*2*	1,927	1,682
Loans and advances to customers	*3*	61,768	64,797
Derivatives	*4*	3,660	3,354
Investments	*5*	5,302	4,106
Investment properties	*6*	-	1
Property projects	*7*	416	512
Investments in associates	*8*	3	17
Property and equipment	*9*	71	90
Intangible assets	*10*	98	153
Deferred tax assets	*11*	337	225
Corporate income tax	*12*	117	115
Other assets	*13*	709	1,092
Total assets		81,341	81,272
Equity and liabilities			
Savings	*14*	32,815	30,342
Other amounts due to customers	*15*	9,529	10,215
Amounts due to customers		42,344	40,557
Amounts due to banks	*16*	8,686	4,716
Debt certificates	*17*	21,990	27,361
Derivatives	*4*	3,599	3,606
Deferred tax liabilities	*11*	303	303
Other liabilities	*18*	2,180	1,694
Other provisions	*19*	82	35
Participation certificates and subordinated debt	*20*	820	1,121
Share capital		381	381
Other reserves		1,675	1,304
Retained earnings		(719)	38
Shareholder's equity	*21*	1,337	1,723
Equity attributable to securityholders	*21*	-	156
Minority interests		-	-
Total equity		1,337	1,879
Total equity and liabilities		81,341	81,272

The references next to the balance sheet items relate to the notes to the consolidated balance sheet starting from chapter 25.1.

Some of the comparative figures have been restated for comparison purposes. Please refer to the notes in subsection 17.3.4 Changes in principles, estimates and presentation for the consolidated financial statements.

Onderstaand wordt weergegeven de door deskundigen samengestelde stand per 31 januari 2013 (bron: grootboek SNS Bank, wederom incl. PF).

Geconsolideerde Balans van SNS Bank per 31-1-2013 & 31-12-2012

Activa	31-01-2013	31-12-2012
Immateriële Vaste Activa	95	98
Materiële Vaste Activa	70	71
Geassocieerde Deelnemingen	3	3
Beleggingen	5,223	5,302
Derivaten	3,177	3,660
Latente Belastingvorderingen	342	337
Hypothecaire Vorderingen op Klanten	50,279	50,627
Overige Vorderingen op Klanten	9,411	11,141
Vorderingen op Kredietinstellingen	1,626	1,927
Overige Belastingvorderingen	111	117
Overige Activa	1,271	709
Vastgoedprojecten	415	416
Kas & Kasequivalenten	5,737	6,933
Totaal Activa	**77,761**	**81,341**
Eigen Vermogen	1,348	1,337
Belang van Derden	0	0
Totaal Eigen Vermogen	**1,348**	**1,337**
Participatiecertificaten en Achtergestelde Schulden	803	820
Schuldbewijzen	21,399	21,990
Overige Voorzieningen	82	82
Derivaten	3,178	3,599
Latente Belastingverplichtingen	308	303
Spaargelden	31,496	32,815
Overige Schulden aan Klanten	8,656	9,529
Schulden aan Kredietinstellingen	9,098	8,686
Overige Verplichtingen	1,392	2,180
Totale Passiva & Eigen Vermogen	**77,761**	**81,341**

De veranderingen per 31 januari 2013 ten opzichte van 31 december 2012 zijn beperkt:

- Afname van leningen aan klanten met ca. € 2 mrd (van € 61,7 mrd per 31 december 2012 naar € 59,7 mrd per 31 januari 2013). Dit betreft vooral een afname van kasgeldleningen en onderhandse leningen aan overheden;
- Afname van kas en kasequivalenten met ca. € 1,2 mrd;
- Afname spaargelden met ca. € 1,3 mrd;
- Afname schuldbewijzen met ca. € 0,6 mrd; en
- Afname schulden aan klanten met ca. € 0,9 mrd.

Hoewel deze veranderingen dus beperkt zijn, geven zij wel duidelijk aan dat de financiering van SNS Bank onder druk stond: financiering middels spaargelden en schuldbewijzen (zogenaamde markt financiering) was in één maand gedaald met bijna € 2 mrd, waardoor de liquiditeitspositie ook minder werd, doch nog steeds behoorlijk ruim was.

Een nadere toelichting op de meest relevante balansposten is als volgt. Opgemerkt wordt dat de jaarrekening 2012 pas is gefinaliseerd in juni 2013; er is hierdoor, zoals concreet aangegeven door de externe accountant KPMG, meer informatie meegenomen dan in januari 2013 bekend was[30].

[30] Dit betreft met name een grotere afboeking gedurende H2 van 2012 inzake de PF vastgoedleningen.

1. Hypotheken

Deskundigen gaan onderstaand uitvoerig in op de kwaliteit van de hypotheekportefeuille, onder meer en met name omdat deze kwaliteit in hoge mate bepalend is voor de hoogte van de in het run-off scenario, als nader beschreven in Hoofdstuk 7, op de hypotheekportefeuille te treffen voorzieningen.

In hypotheken had SNS Retail Bank per eind 2012 een marktaandeel van 7,3%. Het aantal nieuwe hypothecaire leningen was in 2012 bewust verminderd tot een 2% aandeel op de markt voor nieuwe woonhypotheken. SNS Retail Bank stond, in elk geval voor 2012, bekend als een wat soepelere bank dan de drie grootbanken, met name voor wat betreft de normen die werden gehanteerd bij het accepteren van hypotheken. De portefeuille was ook net iets slechter dan het gemiddelde van de markt, met name door een wat hogere zogenaamde Loan-to-Value ratio. Uit onderzoek dat deskundigen door het adviesbureau OSIS (zie volgende alinea) hebben laten verrichten blijkt, dat de kwaliteit van de hypotheekportefeuille van SNS Retail Bank net iets minder was dan die van Rabobank en ABN AMRO, maar beter dan de portefeuille van ING Bank. SNS Retail Bank had met name een hogere nieuwe leningenproductie in 2005-2007, jaren waarin zij relatief meer deed dan andere banken (met name qua hogere zogenaamde Loan-to-Value ('LtV') oftewel men kon vaak meer dan 100% van het onderpand belenen) en waarin de huizenprijzen (zeker achteraf gezien) hoog waren. Door de daling van de huizenprijzen vanaf 2008 ging de waarde van de dekking van de hypotheekleningen uit die jaren naar beneden (LtV is een indicator voor de mate waarin een lening door de waarde van het onderpand wordt gedekt).

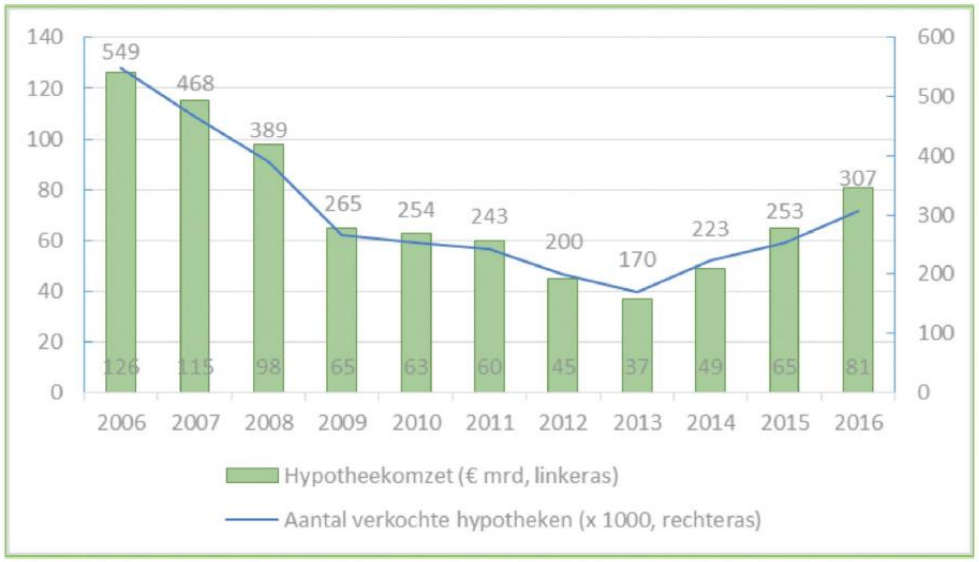
Deskundigen hebben een gespecialiseerd onderzoeksbureau OSIS gevraagd de SNS Retail Bank woninghypothekenportefeuille te analyseren, te vergelijken met die van de andere banken, een waardering te maken en te beoordelen wat de cashflow verwachtingen in een run-off scenario (beschreven in Hoofdstuk 7) zouden zijn. OSIS (Open Source Investor Services) is gespecialiseerd in de verzameling van risicodata, risicoanalyse, risicomodellering en waardering van (hypotheek)leningenportefeuilles en bijbehorende portfolio managementoplossingen en heeft als klanten grote internationale en Nederlandse financiële instellingen. Er is hierbij onder meer gebruik gemaakt van jaarverslagen van SNS Bank en van andere banken, alsmede van de European Data Warehouse, waar banken die van ECB-faciliteiten gebruik maken, inclusief de Nederlandse banken, hun data van gesecuritiseerde leningportefeuilles in detail aanleveren. Het rapport van OSIS is als **bijlage** aan dit rapport gehecht.

A. Kenmerken van SNS-hypotheekportefeuille en de hypotheekmarkt

De hypotheekportefeuille bedroeg per ultimo 2012 € 50,8 mrd (bruto, dat wil zeggen voor voorziening van € 214 mio). Per 31 januari 2013 bedroegen de hypotheken € 50,3 mrd. Het betrof in hoofdzaak particuliere hypotheken.

De markt voor nieuwe hypotheken was sinds 2006 sterk aan het dalen. In 2012 werd nog maar bijna een derde aan nieuwe hypotheken verstrekt, vergeleken met 2006. SNS Retail Bank had een marktaandeel van 7,3%; de nieuwe productie werd in 2011 en 2012 verminderd tot iets meer dan 2%.

Onderstaande grafiek laat het verloop van de hypotheekomzet van 2006 t/m 2016 van de hele markt zien:



Figuur 3: Hypotheekomzet en aantal verkochte hypotheken in Nederland. Bron: IG&H, Hypotheekupdate Q4 2014, Q4 2015 en Q4 2016

Een aantal factoren die de hypotheekmarkt beïnvloeden, had zich in 2012 en de jaren daarvoor in negatieve zin ontwikkeld (zie grafieken hieronder): een krimpende economie, teruglopend consumentenvertrouwen en een oplopende werkloosheid. Dit leidde tot dalende verkopen van huizen en lagere huizenprijzen. Zie grafiek van CPB (februari 2013):

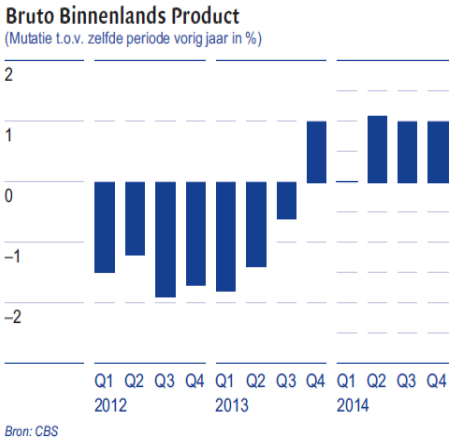
Figuur 3.2 Nominale en reële huizenprijzen vanaf 2000

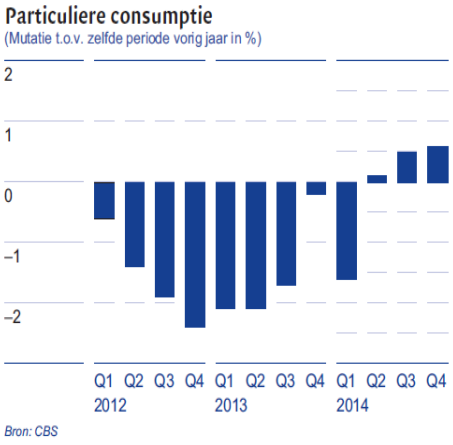
Bron: CPB februari 2013

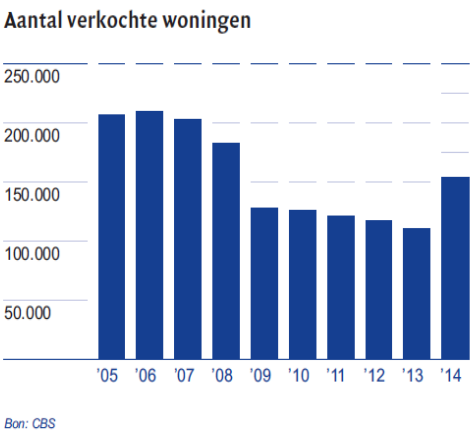
CPB-voorspelling eind 2012 voor de Nederlandse economie:

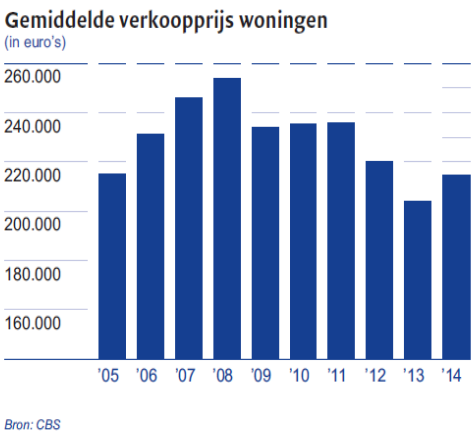
- Laag vertrouwen bij consumenten (-30) en bedrijven (-20). Zwak herstel wereldhandel +2% in 2013;
- De Nederlandse economie daalde inmiddels 6 kwartalen achtereen en was licht positief in H1 van 2012. 3Q/2012 kromp de economie met -1%. Verwachting voor 2013 was -0,5%;
- Lage lonen en dalende huizenprijzen;
- Werkloosheid nam toe van 5,25% in 2012 tot 6% in 2013;
- De koopkracht daalde in 2012 met -2%, verwachting voor 2013 was -1,75%.

Ter toelichting wordt verwezen naar onderstaande grafieken voor wat betreft de informatie t/m 2012 (uit SNS Bank jaarverslag 2014):





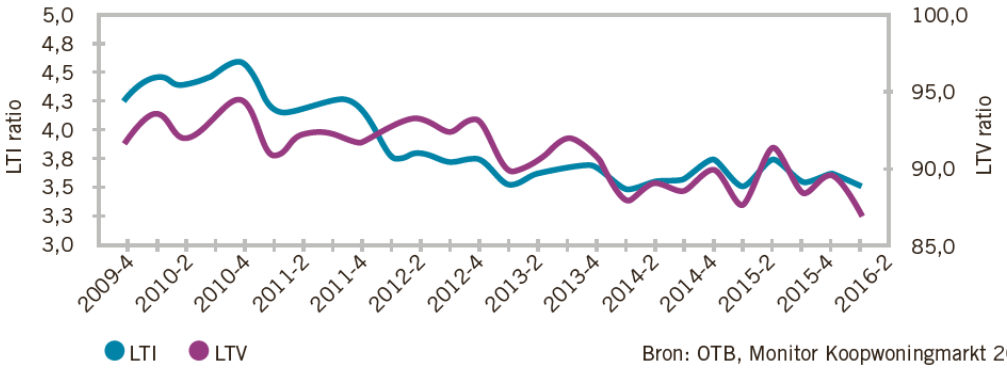




De effecten van de marktomstandigheden merkten alle banken in Nederland. De verslechterende hypotheekmarkt, door verlaging van besteedbaar inkomen en toename van werkloosheid (twee belangrijke drijfveren voor de terugbetaalcapaciteit van huishoudens), minder verkochte huizen en lagere huizenprijzen leidden bij SNS Bank tot 3,4% leningen met achterstanden van en hogere LtVs (77% in 2010 en 87% in 2012 NB: deze LtV is niet direct vergelijkbaar met die van de andere banken, omdat SNSB gedwongen verkoopwaarde als noemer gebruikt en anderen de vrijemarktwaarde nemen).
Overigens daalden in de markt als geheel de toegepaste Ltl's en LtV's vanaf 2009 (zie grafiek hieronder).

Uit NVB factsheet hypotheekmarkt 2015

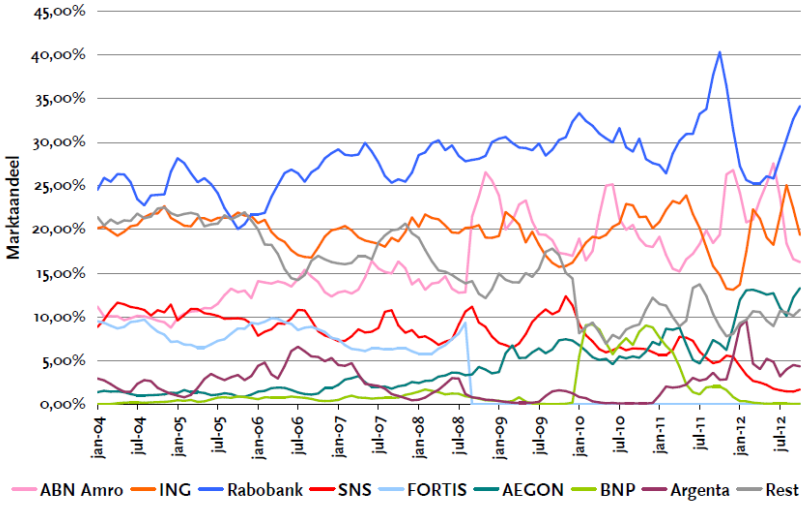
Figuur 3 Dalende trend LTI[1)] & LTV bij afsluiten (schattingen)



Bron: OTB, Monitor Koopwoningmarkt 2016.q1, o.b.v. HDN

Over de jaren heen vertonen alle banken beweging in hun marktaandeel. Duidelijk is dat SNS Bank vanaf eind 2009 een minder groot aandeel heeft.

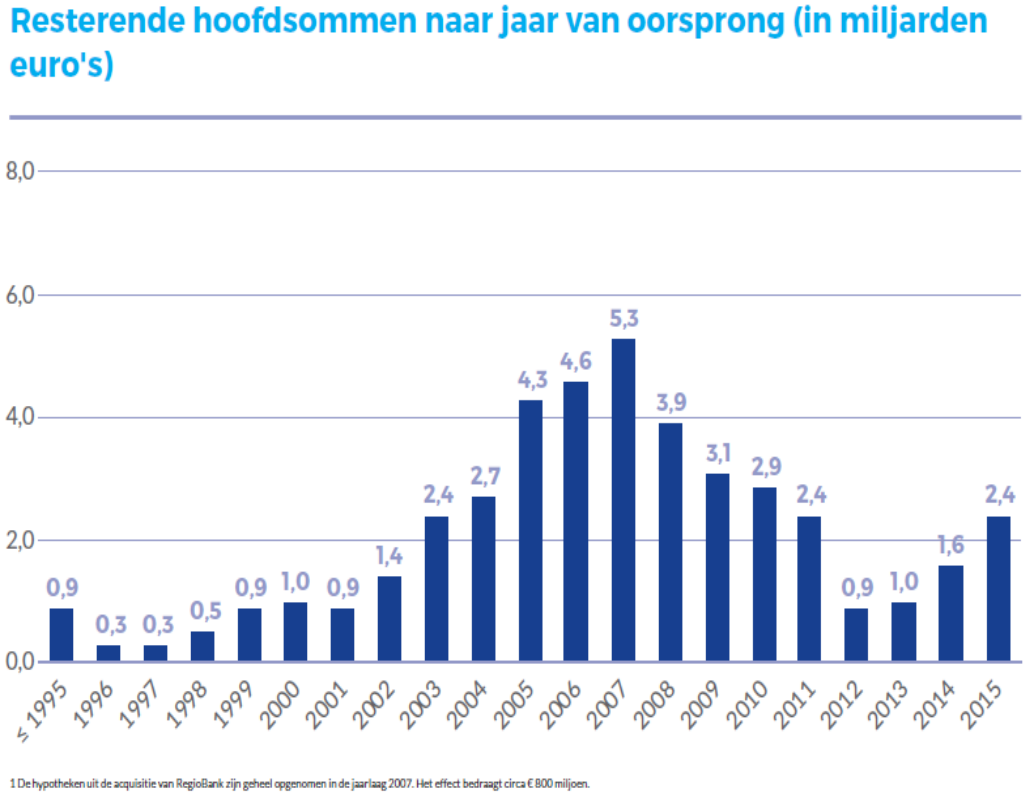
Figuur 4 *Marktaandelen Nederlandse hypotheekmarkt vanaf januari 2004 tot oktober 2012, per aanbieder (op basis van aantallen nieuw ingeschreven hypotheken, per maand)*



Bron: Kadaster, bewerking ACM.

In onderstaande grafiek is te zien dat SNS Bank een relatief hoge productie van nieuwe hypotheken had in 2006-2008; door de hoge huizenprijzen toen en de daling die daarna inzette, was de LtV rond peildatum van de hypotheken uit deze jaren hoger dan in andere jaren met een hogere kans 'onder water' te staan. Relatief had SNS Bank meer productie in die jaren dan de andere banken.

(bron: SNS Bank jaarverslag 2015)



Enkele Parameters van de Hypotheekportefeuille van SNS Bank

Rente type	
Vaste Rente	66%
Variabel	14%
Capped	15%
Anders	5%
Hypotheekvorm	
Aflossingsvrij	71%
Spaarhypotheek	16%
Beleggingshypotheek	10%
Annuïtair	2%
Anders	1%
Lening Grootte	
< 100.000	10,6%
100.000 - 200.000	38,2%
200.000 - 300.000	30,5%
300.000 - 400.000	10,9%
400.000 - 500.000	4,1%
> 500.000	5,6%
Gemiddelde Grootte	***220.000***
Overstanden	
< 3 maanden	2,1%
3 - 6 maanden	0,5%
6 - 12 maanden	0,4%
> 12 maanden	0,5%
Totaal	**3,4%**
Loan-to-value (LTV)[1]	87%
NHG Garantie	20%

Notities

(1) Op basis van een gewogen gemiddelde.

Enige mate van geografische oververtegenwoordiging in de provincies Gelderland, Limburg, Noord-Brabant, Zuid-Holland en Noord-Holland. In de eerste drie genoemde provincies was de werkloosheid lager dan het landelijk gemiddelde, terwijl in Zuid- en Noord-Holland de werkloosheid hoger was.

B. Analyse met medewerking van OSIS

Door OSIS is, zoals gezegd, een nadere analyse gemaakt van de hypotheekportefeuille met als doel te komen tot een waardering van deze portefeuille en om te beoordelen of het voorzieningenniveau voldeed aan de te verwachten kredietverliezen.

Voor het onderzoek is onder meer gebruik gemaakt van publieke informatie uit jaarverslagen en de European Data Warehouse, waar Europese banken informatie over onder meer hun securitisation programma's inbrengen.
De hypotheekportefeuille van SNS Retail Bank kan in drie onderdelen onderscheiden worden:

- Performing on-balance € 31 mrd
- Non-performing € 802 mio
- Gesecuritiseerd € 19 mrd (waarvan € 11,876 mrd op eigen boek[31]).

Ca. € 1,5 mrd betroffen buitenlandse hypotheekleningen en/of bedrijfsleningen met een hypotheek (zie Rapport OSIS, Sectie 4.2, 1e al.)[32].

Bij securitisatie gaat (een deel van) het kredietrisico naar derden, die de funding leveren. Bij een securitisatie worden leningen van een bank gebundeld en overgedragen aan een speciaal en uitsluitend daarvoor opgerichte vennootschap ('SPV'), die vervolgens obligaties ('notes') uitgeeft die door institutionele beleggers (zoals pensioenfondsen en verzekeraars) worden gekocht. Het (krediet)-risico van de gesecuritiseerde leningen gaat daarmee over op de investeerders die deze met de notes funden en daarvoor rente plus een marge ontvangen. De bank blijft het klantcontact houden, blijft de lening beheren en ontvangt daarvoor een vergoeding en houdt een klein stukje van de rentemarge achter. Hierdoor worden risico's verminderd (lagere zogenaamde RWAs) en wordt tevens funding opgehaald.

Sommige delen van de securitisaties van SNS Bank bleven op eigen boek, waarmee het kredietrisico bij SNS Bank bleef. De reden om in zo'n geval toch te securitiseren is om deze voor plaatsing buiten SNS Bank gereed te houden, bijv. bij de ECB, ingeval dat voor funding/liquiditeit nodig mocht zijn.

Ontwikkeling voorzieningenniveau SNS Bank

Woonhypotheken portefeuille SNS Bank

	2009	2010	2011	2012	2013
Voorzieningen	99	121	124	214	305
Woonhypotheken (uitstaand)	€ 50.977	€ 50.888	€ 52.920	€ 50.841	€ 48.458
Voorzieningen %	0,19%	0,24%	0,23%	0,42%	0,63%

Het door SNS Bank in 2012 aan voorzieningen gedoteerde niveau was aanzienlijk hoger dan het niveau van dotatie van de andere banken: SNS Bank kende in 2012 een toevoeging aan de voorziening van 35 bp (€ 183 mio / € 50.841 mio) over de portefeuille (hetgeen neerkwam op 42 bp absoluut totale niveau van voorziening van € 214 mio / € 50.841 mio), terwijl de andere Nederlandse banken gemiddeld ca. 9 bp voorziening namen (Rabobank 5 bp, ABN AMRO 13 bp en ING 10 bp).

[31] Volgens de zogenaamde IRB exposure classes. Qua boekwaarde split is het ongeveer € 29 mrd niet-gesecuritiseerd en € 22 mrd wel.
[32] De volume cijfers uit het OSIS-rapport lijken soms af te wijken van die in het SNSB jaarverslag. De verklaring zit in het verschil tussen de methode van de zgn. Pillar III rapportage, die inzicht geeft in de mate waarin kapitaal de risico's afdekt, en de jaarverslaglegging op basis van IFRS-boekhoudregels. Zo ligt Exposure at Default ('EAD', zoals verwoord in de Pillar III rapportage) altijd hoger dan het getrokken bedrag in het jaarverslag. In EAD zit ook een stuk ongetrokken bedrag dat verondersteld wordt getrokken te worden op het moment van default. Verder is een deel van de securitisaties niet als zodanig gerapporteerd in het Basel raamwerk en derhalve in het Pillar III rapport nog steeds verantwoord onder Retail. De bank heeft dan bij een securitisatie niet de intentie om het risico te transferen, maar gebruikt het als collateral voor verschillende funding programma's.

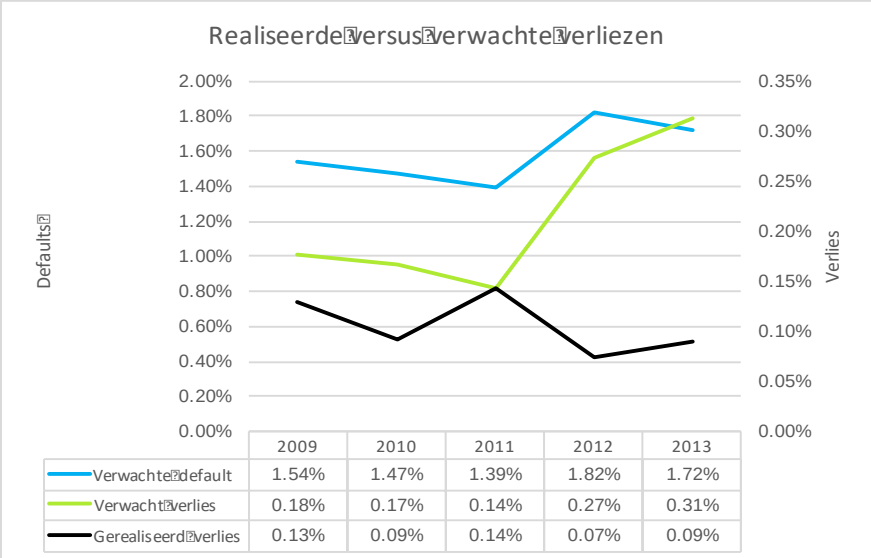
Voorzieningen ten behoeve van kredietverliezen, volgens IFRS, werden opgebouwd vanaf een beginbalans op 1 januari 2012, veranderingen in het jaar (toevoegingen, herclassificatie, onttrekkingen, dotaties en vrijval) resulterend in een eindbalans op 31 december 2012 en als volgt opgebouwd (in € mio, incl. IBNR – 'Incurred But Not Reported'):

- Balans 1/1/2012 124
- Herclassificatie 31
- Uitwinningen -
- Onttrekkingen -101
- Dotatie 183 (35 bp)
- Vrijval - 23
- Balans 31/12/2012 214 (42 bp)

Er is dus een belangrijk onderscheid tussen de opgebouwde balans van voorzieningen en wat er jaarlijks aan nieuwe voorzieningen wordt gedoteerd. De echte verliezen zijn echter te vinden bij 'Onttrekkingen', terwijl een vrijval indiceert dat er historisch iets meer voorzien is aan kredietverlies dan daadwerkelijk geleden. Uit de bovengenoemde cijfers over 2012 blijkt duidelijk een stijging van de verwachte verliezen (zoals geïndiceerd door de 'Dotatie') versus de in dat jaar daadwerkelijk geleden verliezen van € 101 mio. Met andere woorden: deze dotatie was niet alleen significant hoger dan die van de 3 GBs, maar ook hoger dan (historische) daadwerkelijke verliezen.

Dit plotseling in 2012 sterk gestegen voorzieningenniveau bij SNS Bank is te verklaren door de invoering van een nieuwe kredietrisicomethode, waardoor de RWAs (Risk Weighted Assets) van de hypotheekportefeuille toenamen met ca. € 3 mrd naar € 6,3 mrd. Uit de analyse van OSIS blijkt echter, zoals gezegd, dat de portefeuille van SNS Bank net iets slechter was dan die van de andere banken (met name Rabobank en ABN AMRO), maar qua kredietkwaliteit wel beter dan die van ING Bank. Dit wordt verderop nader uitgewerkt. Hiermee wordt de vraag opgeroepen of deze nieuwe methode niet te conservatief was.

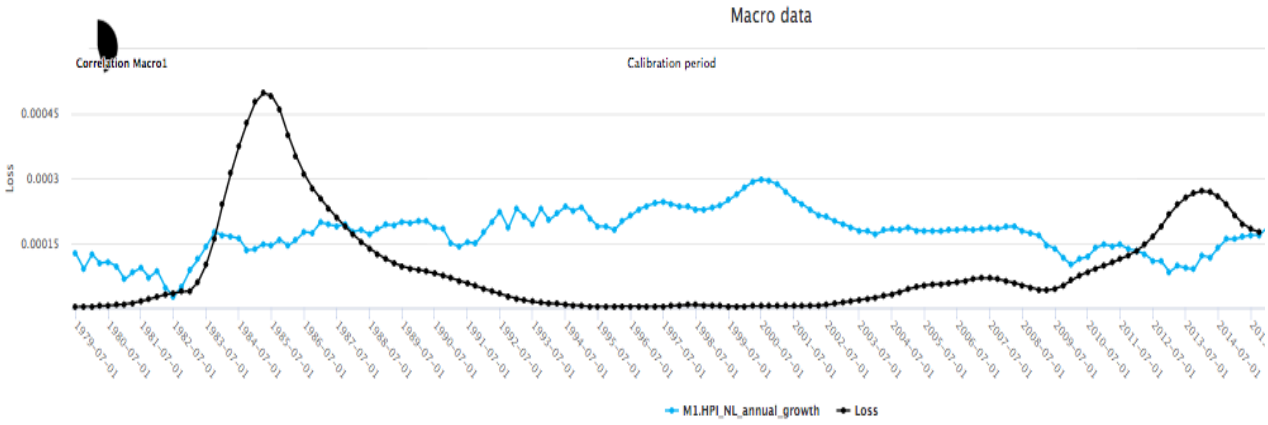
Een nuttige indicatie van het juiste voorzieningenniveau zijn de daadwerkelijk door SNS Bank gerealiseerde verliezen per jaar.



	2009	2010	2011	2012	2013
Verwachte default	1.54%	1.47%	1.39%	1.82%	1.72%
Verwacht verlies	0.18%	0.17%	0.14%	0.27%	0.31%
Gerealiseerd verlies	0.13%	0.09%	0.14%	0.07%	0.09%

Bron: rapport OSIS, november 2017.

Hieruit blijkt dat de daadwerkelijke verliezen bij SNS Bank ver onder de modelmatig verwachte verliezen lagen, nl. 0,07% verlies in 2012 versus 0,27% verwacht verlies. Dit daadwerkelijke verliesniveau van rond de 10 bp per jaar (2009 – 2012) was ook in lijn met de landelijke verliezen. Zie hieronder verliesdata van het Waarborgfonds Eigen Woningen, dat de NHG-hypotheekgarantie-regeling uitvoert, vergeleken met de huisprijsontwikkeling in de periode 1979 – 2015. Hieruit blijkt dat daadwerkelijke verliezen op woninghypotheken in Nederland door de jaren heen alleen in 1984/1985 boven de 20 bp per jaar zijn geweest.



In 2012 liepen de daadwerkelijke verliezen landelijk wel op en was niet bekend wanneer weer naar een normale verliessituatie zou worden teruggekeerd.

Drie belangrijke indicatoren van de kwaliteit van een woninghypotheekportefeuille zijn: de zgn. Loan-to-Value ratio, % NHG-gedekte leningen en Loan-to-Income ratio. Op alle drie was de SNS Bank portefeuille vergelijkbaar met die van de 3GBs (grootbanken):

Vergelijking Hypotheekportefeuille met de 3GBs

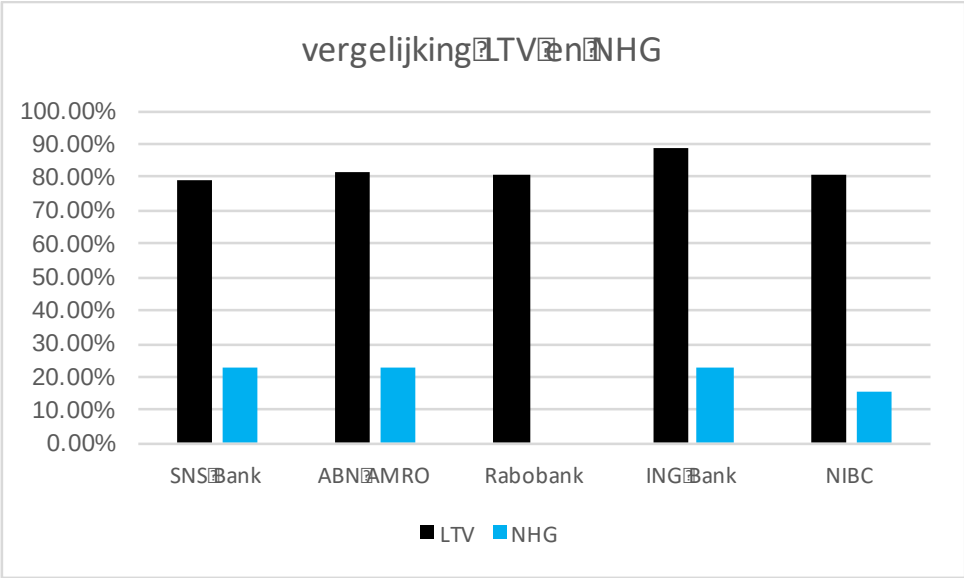
	SNS Bank	3GBs
LtV	87%	84%
NHG	20%	20%
LtI	450%	420% - 680%

NB: deze LtV is niet direct vergelijkbaar met die van de andere banken, omdat SNSB de gedwongen verkoopwaarde als noemer gebruikt en anderen de vrijemarktwaarde nemen. Met vergelijkbare noemer komt SNSB rond 80% LtV uit.

De Loan-to-Value (LtV) ratio geeft aan de verhouding van de hoogte van lening en de waarde van het onderpand. Hoe hoger deze ratio, des te minder ruim wordt de lening gedekt door de onderpandswaarde, wat bij uitwinning tot een lagere opbrengst (recovery) leidt.

NHG-gedekte leningen worden voor maximaal 90% door de Staat gegarandeerd; de regeling wordt uitgevoerd door het Waarborgfonds Eigen Woningen.

De Loan-to-Income (LtI) ratio geeft de verhouding van het leningbedrag en de hoogte van het bruto-inkomen. Hoe hoger deze ratio, des te kleiner de financiële ruimte van een leningnemer is om aan de rente- en aflossingsverplichtingen te voldoen. De Loan-to-Income ratio was bij SNS Bank 4,5, terwijl die bij de andere banken tussen 4,2 en 6,8 lag.



Bron: OSIS-rapport november 2017.

Ook interne SNS Bank rapportages gaven aan dat de voorzieningen op de hypotheekportefeuille ruimschoots voldoende waren. Intern werd gerekend met zgn. Expected Loss als indicator voor te verwachten verliezen. Deze interne berekeningen gaven in 2012 aan dat een voorzieningenniveau van 30 bp voldoende was. Dit niveau was echter veel hoger dan de werkelijke verliezen.

Overigens zijn de verschillen tussen gerapporteerde voorzieningen en expected loss te verklaren door een verschil in methodiek: voorzieningen worden genomen volgens het IFRS (IAS 39) 'incurred loss' principe: daarbij worden alleen leningen voorzien zodra ze voldoen aan incurred loss vereisten; met andere woorden: alleen in geval van daadwerkelijke default. Expected Loss wordt echter berekend over alle leningen door de Probability of Default (PD) te vermenigvuldigen met Loss Given Default (LGD) en Exposure at Default (EAD), en geeft daarmee een statistische verwachting weer en is beperkt tot een tijdshorizon van één jaar, terwijl voorzieningen een optelsom kunnen zijn van verliesverwachtingen opgebouwd door defaults ontstaan in meerdere jaren.

Op basis van de bovenstaande OSIS en eigen analyse komen deskundigen tot de conclusie dat bij SNS Bank het voorzieningenniveau (35 bp per jaar zoals in 2012 genomen en 42 bp als absoluut niveau) ruim voldoende was, mede gezien het feit dat dit fors hoger was dan bij de andere banken, terwijl de kwaliteit van de portefeuille vergelijkbaar tot hooguit net iets slechter was.

Verder is een cashflow forecast bekeken met verwachte verliezen over een periode van 23 jaar (t/m 2035), rekening houdend met de toen (per peildatum) geldende vooruitzichten m.b.t. huizenprijzen, economie en werkloosheid. Ook in deze analyse was het niveau van 35 bp per jaar (zoals in 2012 genomen) voorziening ruim voldoende.

Een fair value waardering van de hypotheekportefeuille, rekening houdend met de toenmalige rentestanden en verwachting, levert een waardering op van iets hoger dan de nominale waarde, namelijk 102,84%. Dit is o.a. te verklaren door de hoge coupon van gemiddeld 4,5% per jaar die voor de hypotheekleningen gold, ten opzichte van de lagere fundingkosten van ca. 2,9%.

Een zgn. Shareholder Value waardering (t.o.v. vereist aandeelhoudersrendement) levert een waardering van 101,22% (Base) en 99,91% (Conservatief) op.

De conclusies van bureau OSIS zijn dan ook:

- De verliesverwachtingen zoals berekend door SNS Bank waren ook vóór 2012 reeds conservatief, n.l. ca. 16 bp p.j., terwijl de werkelijke verliezen slechts tussen 7-11 bp p.j. bedroegen. Op basis van een nieuw risicomodel werd in 2012 de verliesverwachting aanzienlijk verhoogd naar 27 bp, hetgeen gezien de eerdere werkelijke verliezen wel heel conservatief is. Voor Nederlandse hypotheken zijn drie variabelen voorspellend, n.l. LtV (Loan to Value), LtI (Loan to Income) en NHG-dekking, qua kwaliteit van de lening. De kwaliteit van de SNS Bank woninghypotheken portefeuille is vergelijkbaar met de andere banken op deze variabelen, iets slechter dan Rabobank en ABN AMRO en iets beter dan die van ING Bank;
- Een waardering van de portefeuille levert een waarde op die gelijk is aan of iets hoger dan het nominale bedrag van de leningen.

C. Conclusies

Resumerend kan gesteld worden dat:

- de hypotheekportefeuille van SNS Bank een vergelijkbare tot hooguit iets lagere kwaliteit had dan die van de andere banken (iets slechter dan die van Rabobank en ABN AMRO en iets beter dan die van ING), met een overweging van leningen verstrekt in de jaren 2006-2008, waardoor de LtVs iets hoger waren;
- de voorzieningen vanaf 2012 aan de hoge kant zijn ten opzichte van:
  - de kwaliteit van de portefeuille in vergelijking met die van de andere banken;
  - de werkelijk geleden verliezen;
- een onafhankelijke waardering van de hypotheken (OSIS) boven nominaal uitkomt;
- de toekomstige verwachte cashflows, met ca. 35 bp per jaar, ruim voorzien was.

Ook uit diverse interviews komt naar voren dat de SNS Bank hypotheekportefeuille vergelijkbaar tot iets slechter dan die van de andere banken was[33] .

NLFI stelt in haar rapport[34]: *"Door middel van het aanbieden van eenvoudige hypotheken voor retailklanten op basis van een behoedzaam kredietbeheer wordt voldaan aan een laag risicoprofiel".*

In het faillissementsscenario, als nader beschreven in Hoofdstuk 7, hebben deskundigen uit onder meer oogpunt van prudentie, er desondanks voor gekozen in een run-off scenario na en tijdens faillissement het jaarlijkse voorzieningenniveau te verhogen naar maar liefst 50 bp. Verwezen wordt naar Hoofdstuk 7.

[33] Zie interviews ING, CEOs 3GBs, KPMG, SNS Bank en SNSR). De drie GB CEOs schatten de hypotheekportefeuille als slechter dan die van hun eigen banken, maar hun medewerkers geven aan dat de kwaliteit vergelijkbaar is. "Risico was iets hoger dan bij anderen, de voorziening van ca. 30 bp t.o.v. 5 bp bij andere banken hield hier rekening mee" en "afboeking in run-off zou maximaal enkele basispunten moeten zijn" (interview SNSR/Lamp).

[34] Zie rapport NLFI juni 2016 Advies toekomstopties SNS Bank.

2. Derivaten

De derivatenposities van SNS Bank per 31 december 2012 (voornamelijk renteswaps) waren als volgt:

Derivatenposities SNS Bank per 31-12-2012

EUR in Miljoenen

	Macro Hedges	Micro Hedges	SPV Swaps	Trading & Other	Totaal
Activa	1.748	914	728	271	3.661
Passiva	(2.541)	(54)	(756)	(246)	(3.597)
Netto	**(793)**	**860**	**(28)**	**25**	**64**

Hedges/swaps werden afgesloten door SNS Bank met zogenaamde swapbanken, zoals Rabobank, ING, ABN AMRO, RBS, SocGen, die kwalificeren als swapbank onder andere doordat zij een voldoende hoge credit rating hebben. Onderdeel hiervan zijn verbonden zekerheden, die SNS Bank (of de tegenpartij) moet plaatsen, afhankelijk van credit rating en waarde van de swappositie.

Hiervoor worden swapcontracten gebruikt, standaard ISDA-contracten, en zekerhedencontracten, CSA-contracten. Swapposities worden geboekt volgens IAS 39/IFRS 9, met dagelijkse waardering en aanpassing van collateral. De te gebruiken waarderingsmethode voor de swaps wordt vaak, zeker na de faillissementen van DSB Bank en Lehman, reeds afgesproken in de contracten, inclusief benoeming van de hiertoe relevante parameters.

In een going-concern situatie zijn de swap-posities op dagelijkse basis aangepast op zogenaamde marked-to-market basis, waardoor de boekwaarde een juiste reflectie is van de marktwaarde. De jaarverslagen van SNS Bank geven hierbij dus een juist beeld van de marktwaarde.

Deskundigen hebben de derivatenposities bij SNS Bank rond peildatum nader uitgewerkt, met als onderliggend idee hoe hun waarde zou wijzigen in geval van een faillissement.

Voor de waardering van de derivatenposities rond peildatum hebben deskundigen gebruik gemaakt van onder meer SNS Bank jaarverslagen, verkregen aanvullende informatie van SNS Bank en gesprekken met o.a. de treasurer Bart Toering en enkele derivaten- en securitisation-professionals. Verder hebben deskundigen gekeken naar de afwikkeling van DSB Bank, in het bijzonder hoe de derivaten en securitisations zich ontwikkelden in het faillissement en hebben daarover gesproken met de curator Rutger Schimmelpenninck en Jaap Wagenaar, Treasury en Risk Manager Finqus (DSB Bank).

Toelichting op derivaten

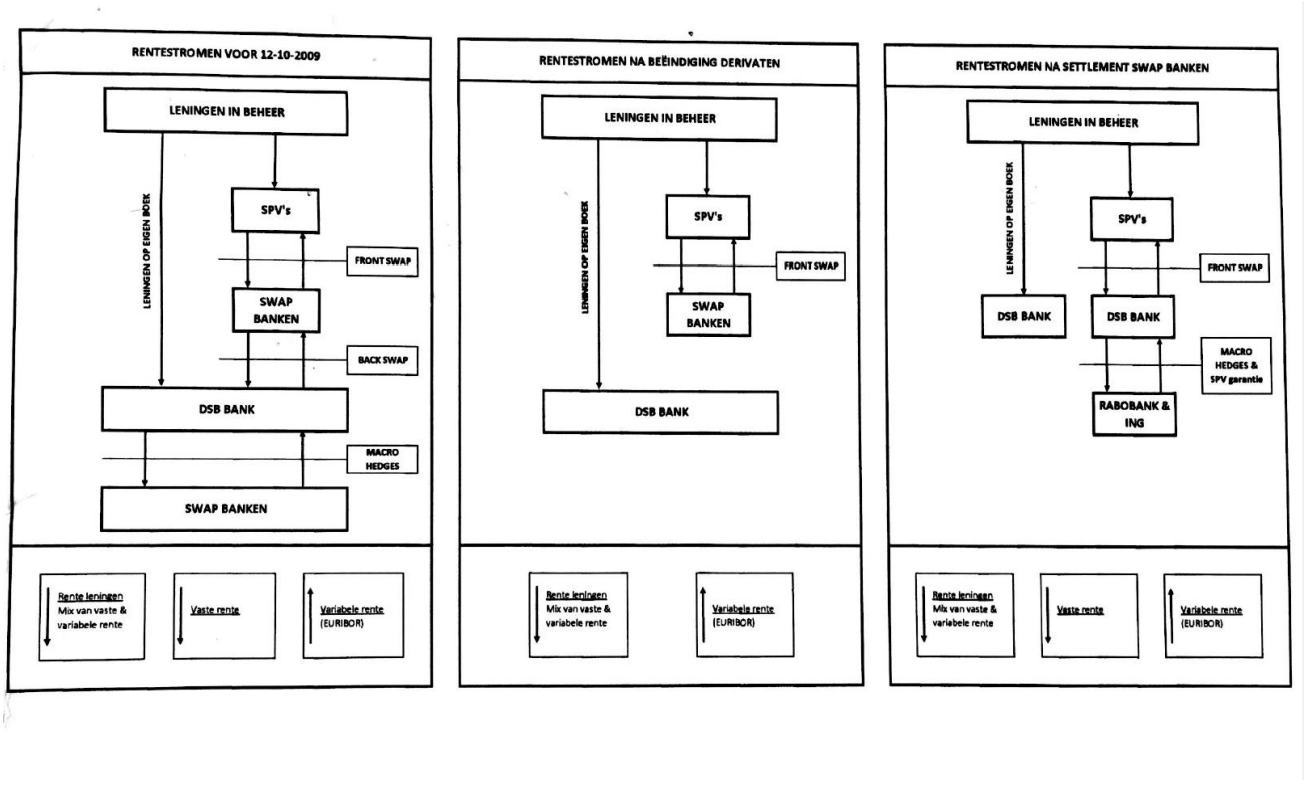
Macro-hedges worden afgesloten om renterisico van een hypotheekportefeuille af te dekken. Immers, het merendeel van een reguliere Nederlandse hypotheekportefeuille bestaat normaliter uit vastrentende hypotheken, terwijl de funding van een bank normaal gesproken meer significant is gebaseerd op een variabele rente. Daarom bestaat de macro-hedge uit een zogenaamde fixed-floating renteswap, zodat de bank is beschermd tegen schommelingen in de variabele rente. Immers, gaat deze omhoog, dan worden de fundingkosten van de bank weliswaar hoger en dus ontstaat een lagere spread versus de vaste hypotheekrente-inkomsten, maar de waarde van de swap wordt dan ook hoger, hetgeen deze lagere spread

compenseert. Omgekeerd, als de variabele rente omlaag gaat, dan worden de fundingkosten van de bank lager en resulteert een hogere spread, maar deze wordt weer tenietgedaan door de daling van de waarde van de swap. Deze laatste situatie was aan de orde in de loop van 2012 tot aan 1 februari 2013: de variabele rente (bijvoorbeeld 3-maands Euribor) daalde van 1,3% per jaar begin 2012 tot slechts 0,2% per begin 2013. Dit betekent dat de macro-hedge swap van SNS Bank dan ook een stevige liability vormde per 1 februari 2013 (netto rond € 800 mio). Tegelijkertijd kan men ook zeggen dat de marktwaarde van de bijbehorende hypotheken gestegen zou moeten zijn, omdat de rentebetalingen hierop nog steeds constant hoog zijn, terwijl de rente op vergelijkbare nieuwe hypotheken is gedaald.

Micro-hedges (swaps) worden gebruikt om meer specifieke risico's, uit hoofde van bijvoorbeeld valuta, index of andere equity-achtige componenten, af te dekken, gerelateerd aan specifieke assets.

SPV-swaps, tenslotte, werden gebruikt in securitisation programma's (Hermes, Pearl, Lowland en Holland Homes voor SNS Bank), omdat de SPVs hiermee (net als bij de macro-hedge) het risico tussen vaste en variabele renteontwikkeling wilden afdekken. Bij deze swaps betalen de SPVs de door hen ontvangen vaste hypotheekrente (na aftrek van enige kosten) uit aan de hypotheekbank, die vervolgens variabele rente aan de SPV moet betalen, die de SPV dan weer gebruikt voor de rentebetaling aan de noteholders. Bij securitisatie-programma's dient een swap tegenpartij doorgaans een bepaalde minimale rating te hebben om de SPV-swap te mogen verstrekken. Als de hypotheekbank deze rol niet (meer) mag of kan vervullen, wordt er een derde bank met voldoende rating, ingehuurd om de rol van swaptegenpartij te vervullen. Dit was voor SNS Bank, zeker in 2012, het geval; in zo'n situatie wordt er gelijktijdig met de SPV-swap (die in dat geval de front-swap wordt genoemd) een back-swap afgesloten tussen de swaptegenpartij en de hypotheekbank (in dit geval SNS Bank). De back-swap is het spiegelbeeld van de front-swap, waardoor de ingehuurde swap tegenpartij per saldo geen open rentepositie heeft. Zie onderstaand een schematisch overzicht, waarbij DSB Bank als voorbeeld dient.

<u>Schema securitisation swap structuur (DSB Bank)</u>



Deze SPV-swaps zijn vaak ingewikkelder dan macro- en micro-hedges, omdat de cashflow en swaps lopen via een SPV (die de securitisation notes uitgegeven heeft) en de SPV-swap een aantal extra risico's afdekt bovenop het fixed-floating renterisico (zoals prepayment risico en spread compression risico). In 2012, toen de variabele rente sterk daalde, werden hierdoor de front-swaps van de SPVs (die door SNS Bank geconsolideerd werden) van SNS Bank securitisation programma's een steeds grotere liability, terwijl de back-swaps steeds meer een asset werden. De front-swaps en back-swaps hebben zgn. 1-way CSAs (CSA = Credit Support Annex, die wordt afgesloten tegelijk met de swap), die zo uitwerken dat de SPV nooit collateral stort (omdat betalingen aan de swap-tegenpartij boven in de waterval uitkeringsvolgorde staan), maar de front-swap tegenpartij wel (echter alleen indien de rating lager is dan het vereiste minimum) en voor de back-swap alleen de hypotheekbank (SNS Bank) verplicht is tot collateral storting bij een negatieve waarde, en niet de swap-tegenpartij.

Als eerder aangegeven, in een going-concern situatie worden de swap-posities dagelijks aangepast op marked-to-market basis. De jaarverslagen van SNS Bank geven hierbij een juist beeld van de onderliggende waarde.

Waardering swap posities in faillissement

Macro- en micro-hedges

De macro- en micro-hedges kunnen en zullen in faillissement van de bank veelal opgezegd worden of worden contractueel automatisch beëindigd door de swap-tegenpartij. De afwikkeling hiervan zal in principe echter geen probleem opleveren, omdat het bij de positie behorende collateral dagelijks zal zijn aangepast. Op het moment van faillissement kan op die basis worden afgewikkeld. Enige discussie omtrent precieze waarde kan echter niet worden uitgesloten en zou kunnen leiden tot betaling van additionele, zgn. termination, costs aan een swap-tegenpartij. De kosten in faillissement zijn als volgt te berekenen: iedere swap tegenpartij, ongeacht of het om een voor SNS Bank asset- of liability-positie gaat, zal naar zichzelf toerekenen. Voor deze swaps zijn in de markt echter gemakkelijk quotes te halen. De kosten van beëindiging kunnen geschat worden op het verschil tussen bid/ask quotes, geschat (op basis van info van Volksbank, de huidige SNS Bank) op ca. 1-2 bp per jaar of alternatief de zgn. intermediation fee (ca. 5bp, contant te maken over looptijd tot de call datum, max. 7 jaar). De voorgestelde voorziening is dan zeer conservatief te berekenen op 10bp x € 5,257 mrd (bruto swapposities) x de gemiddelde looptijd (tot de volgende call date, ingeschat op 7 jaar) = € 37 mio.

SPV-swaps in securitisations

Verondersteld wordt dat alle externe SPV-swapcontracten in faillissement van de bank automatisch of door opzegging beëindigd worden. De waardering van front- en back-swapposities in securitisation structuren kan problemen opleveren, omdat er veel onzekerheden zijn die de rentestromen beïnvloeden, die de aannames voor de swapwaardering leiden en van partij tot partij verschillende aannames gebruikt kunnen en zullen worden:

- Onzekerheid over looptijd van de hypotheken (vervroegd aflossingsrisico)
- Onzekerheid over looptijd van de notes uitgegeven door de SPV. Wordt er afgelost op einddatum? Of de curator zou de hypotheekpool kunnen terugkopen van de SPV, waarna de SPV de notes aflost met de verkoopopbrengst (dit is een niet heel waarschijnlijk scenario, omdat opkopen van zulke grote orde een groot boedelkrediet vereist).
- Onzekerheid over de toekomstige hoogte van de hypotheekrentemarge, na de zogenaamde renteherzieningsdata.

Swappartijen kunnen verschillende methodes toepassen om deze onzekerheden in te prijzen. Bij DSB Bank leverde de afwikkeling van de SPV-swaps problemen op, nadat de back-swaps direct na afkondiging van de noodregeling en aanvang van het faillissement werden opgezegd. De swap banken van DSB Bank betaalden daardoor de vaste rente, die zij ontvangen uit de SPVs, niet meer door aan de DSB-boedel. Weliswaar hoefde DSB Bank hierdoor ook geen rente meer te betalen aan de swapbanken voor de betaling op de notes via de SPV, maar deze rente was variabel en op dat moment veel lager. Er was bovendien weinig afstemming geweest over de marktwaarde van de back-swaps voor het faillissement, omdat deze waardering beperkte financiële gevolgen had voor DSB Bank. De van tegenpartijen ontvangen back-swap afrekeningen na faillissement weken sterk af van de ontvangen marktwaarderingen voor faillissement, door gewijzigde aannames van tegenpartijen, die hiertoe enige vrijheid hadden, doordat de marktwaardeberekening niet was vastgelegd in de swapdocumentatie. Over de back-swapafwikkeling is door curatoren van DSB Bank dan ook meer dan twee jaar onderhandeld, waardoor de boedel in die periode geen rente over dat gedeelte van de hypotheekportefeuille ontving. Na het faillissement van DSB Bank en Lehman werd het echter meer gebruikelijk om de waarderingsmethode reeds vast te leggen in het swapcontract, zoals door marktpartijen aan deskundigen is bevestigd.

De oplossing in geval van DSB Bank qua uiteindelijke afwikkeling van de SPV-swaps hield in dat overeenstemming is bereikt met de swapbanken over een settlement bedrag inclusief overname van de SPV-front-swap posities, met goedkeuring van de SPVs. Overname van de front-swap kon worden gerealiseerd doordat Rabobank (met voldoende sterke credit rating) een garantie gaf voor de swapverplichtingen die DSB Bank met SPVs was aangegaan. Zo kreeg DSB uiteindelijk weer toegang tot de rentestromen uit de SPVs, en werd de schade voor schuldeisers (o.a. uit hoofde van het DGS) hierdoor beperkt.

Partijen, zeker de Nederlandse, hebben uit het DSB-Bank proces lessen geleerd, zo is door marktpartijen aan deskundigen meegedeeld. Dit betekent dat begin 2013 naar verwachting de drie grote DGS-banken (Rabobank, ING en ABN AMRO) sneller (dan bij DSB Bank) aan een oplossing zouden hebben bijgedragen in geval van een SNS Bank faillissementsscenario. Deskundigen gaan er daarom vanuit dat de overdracht van de SPV-swapposities aan de boedel met medewerking van deze grote DGS-banken binnen een half jaar mogelijk zou zijn geweest (en waarschijnlijk aanzienlijk sneller).

Hierbij speelt ook mee dat bij SNS Bank ca. 80% van de SPV-swaps door Rabobank, ING en ABN AMRO als swapbanken zijn afgesloten. Dit betekent dat er minder langdurig met niet-Nederlandse partijen onderhandeld had hoeven te worden.

Waarschijnlijk is dat de back-swap-posities door deze partijen niet zou zijn beëindigd bij faillissement van SNS Bank (vanwege het ontbreken van direct risico door de positieve waarde van de back-swap en DSB Bank-ervaringen van DGS-banken) en geen onderhandeling of reinstallment nodig zou zijn geweest. Echter, uit oogpunt van een conservatieve benadering, houden deskundigen rekening met de noodzakelijkheid van een garantiefaciliteit voor de totale swapposities van € 1,484 mrd, waarop de 3GBs een garantie afgeven. De kosten van de garantiefees worden geschat op max. 15 bp per jaar. In totaal zou dit dan 15 bp x € 1,484 mrd x 7 jaar = € 15,6 mio aan verwachte garantiefees betekenen.

Verder zijn de methodes van berekening van de waarde van front- en back-swaps beter gedefinieerd en beter op elkaar aangesloten (dan tijdens DSB Bank faillissement), waardoor er minder discussie is te verwachten en de waardering van front- en back-swaps in principe bijna aan elkaar gelijk zijn. Er is in dat geval wel een kostenrekening te verwachten van de swap-tegenpartijen op basis van de zgn. intermediation fee, die contant gemaakt wordt. Intermediation fees zijn doorgaans enkele basispunten (info van Volksbank: gemiddeld 5,5 bp). Geschatte waarde van de contante waarde van deze intermediation fees, conservatief op

10bp gesteld, tot de call datum (conservatief op 7 jaar gezet) is dan 10bp x € 1,484 mrd (bruto SPV-swap posities front- en back-swaps) x 7 jaar = € 10,5 mio.

Als alternatief zou een curator, wederom met medewerking van DGS-banken, een kredietlijn kunnen aantrekken om securitisation notes terug te kopen en de securitisations (en swaps) te beëindigen. Dit kan aantrekkelijk zijn wanneer de vaste rente van de hypotheken relatief hoog is en de verwachting is dat de rente gaat dalen, of wanneer dit interne securitisaties (gestructureerd t.b.v. ECB-belening) betreft. Dat was het geval begin 2013. Echter, vanwege de omvang van de securitisation-posities (excl. die op eigen boek gehouden) van ca. € 10 mrd, is de vraag of zo'n grote boedelfinanciering haalbaar zou zijn geweest en of de noteholders hieraan op grote schaal zouden hebben meegewerkt. Dit scenario achten deskundigen daarom onrealistisch voor extern geplaatste securitisaties.

Voorts gaan deskundigen uit van een 6-maands periode waarin de SPV-swaps geherstructureerd moeten worden. Gedurende die periode wordt er door SNS Bank geen rente van de SPVs ontvangen. Die gemiste rente wordt berekend op € 234 mio, zijnde 4,5% gemiddelde coupon over 6 maanden. Dit is een zeer conservatieve inschatting, om twee redenen:

- Partijen hebben aangegeven dat na de lessen uit DSB Bank en Lehman dit soort posities beter waren voorbereid en men sneller, in enkele weken of maanden, tot een oplossing had kunnen komen;
- Doordat ca. 80% van de SPV-swap-posities door DGS-banken werden gehouden, verwacht kan worden, dat die swaps ongewijzigd door blijven lopen, vanwege het belang van DGS-banken om zo min mogelijk schade in de boedel te laten ontstaan.

Gezien de lessen die uit de DSB-afwikkelingen zijn geleerd, het feit dat DGS-banken 80% van de SPV swap-posities hadden bij SNS Bank en de in swapcontracten duidelijkere definities van aannames voor de waardering van front- en back-swaps waren opgenomen dan bij DSB het geval was, menen deskundigen dat een totale voorziening van € 26 mio ruim voldoende is om mogelijke verliezen uit de afwikkeling van SPV-swaps op te vangen en rekening te houden met zes maanden gemiste rente-inkomsten van € 234 mio. Waarschijnlijker is dit voor ca. 80% niet nodig, omdat dit posities van DGS-banken betreft, maar conservatief gedacht rekenen deskundigen met 100% opzegging van SPV-swaps en af te geven garantie door DGS-banken.

Conclusie m.b.t. derivaten in geval van faillissement van SNS Bank

Het vorengaande leidt tot het nemen van voorzieningen in geval van faillissement van in totaal € 63 mio in verband met kosten voor afwikkeling en herstructurering van alle swapposities van SNS Bank (zowel macro- en microswaps, als SVP-swaps) en € 234 mio in verband met nog te missen c.q. naar verwachte gemiste rente-inkomsten over een periode van 6 maanden na het faillissement, als volgt gespecificeerd:

- € 37 mio kosten voor de beëindiging van de macro- en micro-hedges (10 bp per jaar over € 5,257 mrd over 7 jaar resterende looptijd tot call datum = € 37 mio);
- € 10,5 mio kosten voor de beëindiging van de SPV-swaps (10 bp over € 1,484 mrd over 7 jaar resterende looptijd tot call datum = € 10,5 mio);
- € 15,6 mio kosten als garantie fee voor drie GBs als swap garantiebanken (15 bp per jaar over € 1,484 mrd over 7 jaar = € 15,6 mio);
- € 234 mio half jaar gemiste rente over de tijd dat er door de curator met de banken overeenstemming moet worden bereikt over ca. € 10 mrd securitisation niet op eigen boek, bij een gemiddelde coupon van ca 4,5%, dus € 234 mio.

3. Spaargelden

SNS Bank had per 31 december 2012 ruim € 32,8 mrd aan spaargelden.

Retail spaargelden groeiden in 2012 met € 2,5 mrd tot ruim € 32,8 mrd, waarmee ook het marktaandeel in de spaarmarkt toenam van 10% tot 10,3%. Deze groei was een voortzetting van groei vanaf 2007, toen het spaargeld nog op € 14 mrd stond.

De retail spaargelden (€ 32,8 mrd), samen met MKB-spaargeld (€ 2,6 mrd) en andere tegoeden van particulieren (€ 2,3 mrd), vormen de voor DGS relevante tegoeden van € 37,7 mrd. Hiervan was € 31,3 mrd gedekt door het DGS (83%)[35].

Alleen over de niet-DGS gedekte spaargelden hoefden betrokken spaarders zich zorgen te maken. In de praktijk bleek de uitstroom ook vooral daar plaats te vinden[36].

De zekerheden geboden door de SIFI-status en het DGS leidden er blijkbaar toe dat spaarders, ondanks de negatieve berichten over SNSR en beperkte informatie, toch in het algemeen hun spaargeld bij SNS Bank lieten staan. In januari 2013 was wel sprake van een netto uitloop van spaargeld ten belope van € 1,6 mrd op een totaal van ca. € 32,8 mrd aan spaartegoeden, doch dit was niet verontrustend[37]. Men hield destijds heel goed de vinger aan de pols, maar van echte paniek was nooit sprake.

De totale liquiditeitsbuffer was op peildatum ruim voldoende om deze uitstroom op te vangen (zie hieronder).

4. Funding

Behalve met spaargeld financierde SNS Bank zich met verschillende fundingprogramma's op de kapitaalmarkt.

De volgende funding programma's stonden per ultimo 2012 uit:

Totaal	€ 22 mrd
MTN notes	€ 11,4 mrd (waarvan ruim € 4 mrd Covered Bonds)
RMBS Hermes/Pearl	€ 8,9 mrd (totaal € 20,8 mrd w.v. op eigen boek € 11,9 mrd)
Holland Home (NHG)	€ 1,6 mrd (waarvan niets meer op eigen boek)
De somma ad	€ 10,5 mrd (€ 8,9 mrd + € 1,6 mrd) betreft securitisaties.

[35] Zie par 25.14 en 25.15 Annual report 2012 SNS Bank en 'Creditsaldi en aantallen per 31-12-2012' dataroom index 01.01.02.03.10.27.
[36] Interviews met SNS Bank, meer specifiek met Van Melick (CFRO) en Toering (Treasurer), die aangaven dat de DGS-dekking ca. 90% was.
[37] Zie interviews met SNSR en SNS Bank, meer specifiek met Lamp (CFO SNSR), Latenstein (CEO SNSR), Toering en Van Melick.

Aan de fundingprogramma's waren swapposities verbonden met externe partijen, die een noodzakelijke rol speelden, omdat SNS Bank te lage ratings had om als counterparty in de securitisation structuren op te treden (zie verder hierboven onder 2. Derivaten).

SNS Bank heeft in 2012 nog nieuwe funding kunnen aantrekken. Er werd met twee LTROs (Long Term Refinancing Operations) van de ECB meegedaan voor € 5,5 mrd. Verder werden in de tweede helft van 2012 succesvol de volgende leningen uitgegeven:

- 5-jaars covered bond van € 1 mrd tegen 115 bp marge met AA+ rating
- Securitisation van € 883 mio onder Hermes XVIII programma

Voor ongedekte leningen stond de markt in 2012 echter niet meer open.

Ten behoeve van investeerders in door SNS Bank uitgegeven leningen, gaven verschillende rating agencies rapporten uit. Van 2011 tot de peildatum werden de volgende rating down-grades door de verschillende rating agencies gedaan:

- februari 2011: Fitch van A- naar BBB+
- april 2011: Moody's van A3 naar Baa1
- maart 2012: S&P van A- naar BBB+
- november 2012: Moody's van Baa1 naar Baa2 en S&P van BBB+ naar BBB
- januari 2013: Moody's van Baa2 naar Baa3

De ratings nà deze downgrades waren nog net 'investment grade' (BBB-). De zgn. standalone ratings waren 'sub-investment grade', maar door de hogere standalone ratings van REAAL en de waarschijnlijkheid van staatssteun indien nodig, werd SNS Bank zelf net nog 'investment grade' toegekend. Overigens hadden alle banken te maken met down-grades.

5. Kapitaalpositie

Eind 2012/begin 2013 was de kapitaalpositie van SNS Bank onder het minimum vereiste van DNB (9%) gezakt, door met name de afschrijving op kredietrisico's in de leningenportefeuille van PF.

Uit: Jaarverslag 2012 SNS Bank

24.4 Capital position

Capitalisation

In € millions	December 2012	December 2011
Banking activities		
core Tier 1 ratio	6.1%	9.2%
Tier 1 ratio	7.7%	12.2%
BIS ratio	9.3%	14.4%
core Tier 1 capital	1,253	1,879
Tier 1 capital	1,584	2,505
BIS capital	1,908	2,961
Risk weighted assets	20,592	20,534

SNS Bank publishes its solvency ratios using the risk-weighted assets as calculated under Basel II, taking into account the Basel I Floor rules.

De drie belangrijkste kapitaalratio's van SNS Bank verslechterden in 2012 t.o.v. eind 2011:

Belangrijkste Kapitaalratio's van SNS Bank

	2012*	1H12	2011
Core Tier 1	6.1%	9.6%	9.2%
Tier 1	7.7%	12.2%	12.2%
BIS Ratio	9.3%	14.0%	14.4%
Core Tier 1	1,253	1,893	1,879
Tier 1	1,584	2,396	2,505
BIS Capital	1,908	2,752	2,961
RWAs	20,592	19,708	20,534

Notities

* Na afboekingen op PF Portefeuille

Betekenis afkortingen:

- BIS-ratio: de richtlijnen van de Bank for International Settlements.
- RWA: Risk Weighted Assets: Risico Gewogen Activa; methode om de waarde van de activa te corrigeren voor risico's.

Met een Core Tier-1 ratio van 6,1% kwam SNS Bank onder de door DNB vereiste 9% Core Tier-1 ratio.

Dit werd met name veroorzaakt door:

- Verlies t.g.v. afschrijving bij PF: in het jaarverslag 2012 werd een afboeking van € 1,0 mrd op PF genomen (als voorschot op de totaal beoogde afboeking van € 2,8 mrd). Ook bij een minder hoge afboeking van bijv. € 2,4 mrd (Base Case van C&W) zou overigens van een groot kapitaaltekort sprake zijn geweest.
- Invoering van een strenger risicomodel voor retailhypotheken (zoals gevraagd door DNB in haar 2011 SREP-brief), hetgeen leidde tot een toename van RWAs (risk weighted assets) met ca. € 3 mrd. RWAs van de hypotheekportefeuille verdubbelden van € 3,0 mrd naar € 6,3 mrd. Echter, tegelijkertijd daalden de RWAs voor corporate leningen (minus € 2 mrd) en verviel de transitional capital requirement (minus € 1,4 mrd).

In 2012 is door SNSR overwogen een aandelenemissie te realiseren; die emissie zou tot een zeer grote verwatering hebben geleid (bijv. bij een koers in 2012 van € 1,50, zou een emissie van € 1,9 mrd, de bestaande aandeelhouders naar ca. 20% verwaterd hebben). Echter, een emissie was simpelweg niet meer realiseerbaar; de aandelenmarkten konden zo'n grote emissie op dat moment niet aan, zoals verschillende investment banks bevestigden in door deskundigen gehouden interviews[38]. In 2012 verkeerden de markten in grote onzekerheid door de Europese schuldencrisis. Dit zorgde voor grote dalingen en volatiliteit op de aandelen- en obligatiemarkten. De European stockmarket bank index raakte in juni 2012 op een bijna historisch dieptepunt, met waarderingen van banken rond 0,5 keer de boekwaarde.

6. Liquiditeitspositie

Eind 2012 en eind januari 2013 was de liquiditeitspositie van SNS Bank ruimschoots voldoende om te voldoen aan de minimum vereisten van de zogenaamde Liquidity Coverage Ratio ('LCR') en Net Stable Funding Ratio ('NSFR'). Geïnterviewden geven aan dat SNS Bank geen liquiditeits- of fundingproblemen

[38] interviews Goldman Sachs, Morgan Stanley en J.P. Morgan

had[39]. “Eind januari 2013 was er ruim € 5 mrd in kas, € 2 mrd was direct beleenbaar (bij ECB, red.) en € 12 mrd binnen één dag”. “Er was geen sprake van een acuut liquiditeitsprobleem”[40]. “De spaargelduitstroom in januari 2013 van ca. € 1,3-1,6 mrd leverde geen probleem op”[41].

De LCR geeft de verhouding weer tussen de aanwezige liquiditeit van zogenaamde hoge kwaliteit en vereiste liquiditeit binnen een horizon van dertig dagen. De NSFR toont de verhouding tussen de aanwezige en vereiste stabiele financiering, waarbij onderscheid wordt gemaakt naar producten met een korte en lange looptijd en off-balance posten. De LCR en de NSFR moeten ieder minimaal 100% bedragen.

De liquiditeitspositie was goed met € 9,6 mrd aan high quality liquid assets (cash en hoge kwaliteit obligaties, per Q4 2012 (zie ILAAP 2013 tabel hieronder)). De LCR van 327% en de NSFR van 104% waren hiermee ruim voldoende.

Zie hieronder het overzicht uit ILAAP 2013 (rapportage van SNS Bank aan DNB ‘Internal Liquidity Adequacy Assessment Proces’):

Uit: ILAAP 2013

Liquidity Coverage Ratio				
	Q3-13	Q2-13	Q4-12	Q2-12
High quality liquid assets	8.102	9.449	9.659	10.032
Net cash outflows ≤ 30 days	1.309	3.374	2.950	3.717
- Cash outflows	*5.237*	*5.703*	*6.724*	*6.627*
- Cash inflows	*3.928*	*2.329*	*3.774*	*2.911*
Liquidity Coverage Ratio	619%	280%	327%	270%

Tabel 4.4-1. Ontwikkeling Liquidity Coverage Ratio

Net Stable Funding Ratio				
	Q3-13	Q2-13	Q4-12	Q2-12
Available Stable Funding	57.768	57.511	62.790	63.107
Required Stable Funding	55.796	56.183	60.137	60.308
Net Stable Funding Ratio	104%	102%	104%	105%

Tabel 4.4-2. Ontwikkeling Net Stable Funding Ratio.

De Loan-to-Deposit ratio (leningen on-balance / spaargeld), die aangeeft hoeveel een bank van funding afhankelijk is buiten haar eigen spaargeld, was 126% (143% incl. Property Finance). Dat was in lijn met de andere banken (ING 113%, ABN AMRO 125%, Rabobank 139%).

7. <u>Overige balansposten in het kort</u>

De overige balansposten worden hier zeer summier genoemd. In Hoofdstuk 7 komen deze uitgebreider aan de orde:

- Cash € 6 mrd
- MKB-leningen ca. € 1,5 mrd:

[39] Interviews Morgan Stanley, SNS Bank – meer specifiek Van Melick en Toering.
[40] Interview SNS Bank, Van Melick.
[41] Interview SNSR, Latenstein.

    - Deze waren aanvankelijk bij PF ingedeeld, maar in 2012 verschoven naar SNS Retail Bank
    - Kwaliteit van deze leningen was niet erg hoog. Totale voorziening op niet-woninghypotheken was € 187 mio
- Overheidsleningen ca. € 2 mrd
    - Hier werd voornamelijk spaargeld van ASN in belegd
- Beleggingen ca. € 5 mrd
    - Voornamelijk hoge rating overheidsleningen t.b.v. zekerheidstelling in transacties met andere financiële instellingen

8. <u>Organisatie en management</u>

- Het aantal medewerkers bedroeg ca. 2.200 (gem. fte); in de loop der jaren was dat geslonken van meer dan 3.000 in 2008.
- De risico- en finance afdelingen van SNS Bank functioneerden, voor zover deskundigen hebben kunnen beoordelen, naar behoren. De rapportages en analyses, o.a. ten behoeve van DNB, waren doorgaans tijdig en van voldoende kwaliteit.

Onderstaand wordt weergegeven de geconsolideerde resultatenrekening per 31 december 2012, als opgenomen in het Jaarverslag 2012 van SNS Bank (inclusief PF).

16.2 Consolidated income statement

Consolidated income statement

in € millions	*Notes*	2012	2011
Income			
Interest income		2,544	2,761
Interest expense		1,741	1,958
Net interest income	*25*	**803**	**803**
Fee and commission income		106	139
Fee and commission expense		52	53
Net fee and commission income	*26*	**54**	**86**
Share in result of associates	*27*	-	(1)
Investment income	*28*	23	45
Result on financial instruments	*29*	40	119
Other operating income	*30*	7	(6)
Result assets and liabilities held for sale	*31*	-	(4)
Total income		**927**	**1,042**
Expenses			
Staff costs	*32*	274	258
Depreciation and amortisation of fixed assets	*9 , 10*	26	30
Other operating expenses	*33*	295	285
Impairment charges	*34*	1,216	410
Other expenses	*35*	9	-
Total expenses		**1,820**	**983**
Result before tax		**(893)**	**59**
Taxation	*36*	(175)	21
Net result continued operations		**(718)**	**38**
Net result discontinued operations		-	-
Net result for the period		**(718)**	**38**
Attribution:			
Net result attributable to shareholders		(719)	38
Net result attributable to securityholders		-	-
Net result attributable to shareholders and securityholders		**(719)**	**38**
Net result attributable to minority interests		1	-
Net result for the period		**(718)**	**38**

The references next to the income statement items relate to the notes to the consolidated income statement starting from chapter 25.25.

Some of the comparative figures have been restated for comparison purposes. Please refer to the notes in subsection 17.3.4 Changes in principles, estimates and presentation for the consolidated financial statements.

Onderstaand wordt voorts weergegeven de door deskundigen samengestelde stand van de Winst- en Verliesrekening per 31 januari 2013 (bron: grootboek SNS Bank).

Winst- en Verliesrekening van SNS Bank per 31-1-2013 & 31-12-2012

	31-1-2013	31-12-2012
Rentebaten	205	2.544
Rentelasten	(130)	(1.741)
Rentebaten Bancaire Activiteiten	**74**	**803**
Netto Provisie en Beheervergoedingen	6	54
Aandeel in het Resultaat van Geassocieerde Deelnemingen	-	-
Resultaat Beleggingen	18	23
Resultaat Derivaten	(11)	40
Overige Operationele Opbrengsten	1	7
Totaal Opbrengsten	**89**	**927**
Bijzondere Waardevermindering	(49)	(1.216)
Personeelskosten	(19)	(274)
Overige Operationele Lasten	(23)	(295)
Afschrijvingen Materiële en Immateriële Vaste Activa	(2)	(26)
Overige Rentelasten	-	-
Overige Lasten	-	(9)
Totale Lasten	**(93)**	**(1.820)**
Resultaat voor Belastingen	**(4)**	**(893)**
Belastingen	(0)	175
Belang van Derden	(0)	1
Netto-resultaat	**(4)**	**(718)**

De belangrijkste bronnen van inkomsten voor SNS Bank waren:

- Netto rentemarge 2012: € 803 mio (incl. PF) en € 705 mio (excl. PF):
    - Over ca. € 55 mrd leningen, zijnde de optelling van hypotheken en overige leningen, zonder PF, gaf dat een netto rentemarge van ca. 1,3% (rente-inkomsten € 2.465 mio (4,5% per jaar) en rente-uitgaven van € 1.760 mio (3,2% per jaar))
    - Over RWAs van € 21 mrd bedroeg de marge 3,4%

- Fee inkomsten: € 54 mio:
    - De verhouding non-interest/interestinkomsten bedroeg minder dan 7%
    - Bij de andere banken bedroeg deze verhouding echter meer dan 25%, hetgeen het relatief eenvoudige karakter van SNS Retail Bank verder benadrukt

De hoogte van fees t.o.v. rente-inkomsten wordt ook wel als een indicatie van franchisewaarde gezien: hoeveel producten nemen klanten van een bank af, behalve de lening. Bij SNS Bank was dit dus laag t.o.v. de andere banken. Gedeeltelijk is dit ook te verklaren, doordat SNS Bank geen zakenbankactiviteiten had.

Enkele relevante kostenposten van SNS Bank waren in 2012:

- Bijzondere waardeverminderingen (dotatie voorzieningen en afschrijvingen):
    - SNS Retail Bank:
        - € 224 mio (zie toelichting onder kopje Hypotheken)
    - Property Finance:
        - € 988 mio (verder toegelicht onder Hoofdstuk 4.2.2 ‘Property Finance’)

- Kosten/baten:
  Een voor banken veel gebruikte efficiencymaatstaf is de kosten/baten analyse. Die bedroeg bij SNS Bank (excl. PF) 57%. Bij de andere banken was de kosten/batenverhouding hoger (en daarmee dus slechter) uitkomend op 68% (ABN AMRO), 66% (Rabobank) en 62% (ING Bank). Dit is deels te verklaren door de geringere complexiteit bij SNS Bank in vergelijking tot de 3GBs, die meer producten, klantengroepen en landen bedienden.

Waardering SNS Retail Bank

Tot slot willen deskundigen nog de waardering van SNS Retail Bank per peildatum nader toelichten, aangezien deze uitkomst van belang kan zijn voor de relevante toekomstscenario's.

Marktbenadering

De primaire methodologie gehanteerd door deskundigen voor de waardering van SNS Retail Bank (excl. PF) is de marktbenadering ("Marktbenadering"). De Marktbenadering kan als volgt worden gedefinieerd:

> *De Marktbenadering is een waarderingsmethodologie waarbij de reële waarde van het object van waardering wordt geschat op basis van prijzen, welke in de markt geobserveerd kunnen worden voor vergelijkbare, genoteerde ondernemingen (zogeheten Comparable Company Approach). Vanuit deze prijzen, en de onderliggende financiële karakteristieken, wordt een zogeheten multiple bepaald.*

De Marktbenadering is hier als leidend beschouwd, daar verschillende adviseurs en financiële experts deze methodiek ook als leidend beschouwen.

De volgende multiples zijn bepaald voor de waardering van SNS Retail Bank:

- Price/Tangible Book Value ("P/TBV") multiple: Deze multiple weerspiegelt de marktkapitalisatie ten opzichte van de zogeheten *tangible book value*. Onder de definitie van de *tangible book value* valt de boekwaarde van het eigen vermogen minus de immateriële vaste activa (incl. goodwill); en
- Price/Earnings ("P/E") multiple: Deze multiple weerspiegelt de marktkapitalisatie van het bedrijf ten opzichte van het nettoresultaat over een bepaald jaar. Voor de waardering van SNS Retail Bank is de verwachte P/E multiple bepaald voor 2013, gebaseerd op de consensusprojecties voor het nettoresultaat over het kalenderjaar 2013 door aandelenanalisten.

Geïdentificeerde, Vergelijkbare Ondernemingen

De volgende banken zijn geïdentificeerd als mogelijk, vergelijkbare ondernemingen van SNS Retail Bank op basis van hun activiteiten en financiële karakteristieken:

- Commerzbank AG;
- Svenska Handelsbanken AB;
- DNB ASA;
- Danske Bank A/S;
- KBC Group N.V.;
- Raiffeisen Bank International AG;
- Van Lanschot N.V.;
- Banco Popular Espanol S.A.;
- Banco de Sabadell, S.A.; and
- Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

Waarderingsanalyse

De onderstaande tabel toont de multiples voor de vergelijkbare ondernemingen van SNS Retail Bank:

Onderneming	Land	Mrkt. Kap. *(EURm)*	P/E *2013E*	P/TBV *LTM*
Commerzbank	DEU	9,382	9.9x	0.4x
Svenska Handelsbanken	SWE	19,034	11.9x	1.8x
DNB	NOR	16,735	8.8x	1.1x
Danske Bank	DNK	14,182	10.4x	1.0x
KBC Group	BEL	12,107	8.0x	0.8x
Raiffeisen Bank International	AUT	6,439	8.1x	0.7x
Van Lanschot	NLD	614	9.0x	0.5x
Banco Popular Espanol	ESP	5,520	23.2x	0.8x
Banco de Sabadell	ESP	5,502	21.7x	0.6x
Banca Monte dei Paschi di Siena	ITA	2,961	n.m.	0.4x
MEDIAAN			**9.9x**	**0.7x**
GEMIDDELDE			**12.3x**	**0.8x**

Deskundigen hebben ervoor gekozen om Banco Popular Espanol, Banco Sabadell en Banca Monte dei Paschi di Siena niet mee te nemen bij het bepalen van de multiples voor SNS Retail Bank. Dit wordt ingegeven door het feit dat deze vergelijkbare banken getroffen worden door de slechte economische omgeving (en negatieve ontwikkelingen) in Zuid-Europa. Dit heeft als voornaamste oorzaak de hoge staatsschulden van de Zuid-Europese overheden. Dit effect is voornamelijk te zien aan de hoge P/E multiples en de lage P/TBV multiples. Aangezien SNS Retail Bank niet door dit effect zou moeten worden getroffen, zijn deze banken uit de analyse gelaten. Hiermee is de P/TBV (qua mediaan) gelijk aan 0,8x en de P/E multiple gelijk aan 9,0x.

Onderneming	Land	Mrkt. Kap. *(EURm)*	P/E *2013E*	P/TBV *LTM*
Commerzbank	DEU	9,382	9.9x	0.4x
Svenska Handelsbanken	SWE	19,034	11.9x	1.8x
DNB	NOR	16,735	8.8x	1.1x
Danske Bank	DNK	14,182	10.4x	1.0x
KBC Group	BEL	12,107	8.0x	0.8x
Raiffeisen Bank International	AUT	6,439	8.1x	0.7x
Van Lanschot	NLD	614	9.0x	0.5x
MEDIAAN			**9.0x**	**0.8x**
GEMIDDELDE			**9.5x**	**0.9x**

De volgende waardeconclusies zijn getrokken door deskundigen met betrekking tot het eigen vermogen van SNS Retail Bank per peildatum:

- Op basis van een *tangible book value* van € 1,651 mrd van SNS Retail BANK, en een P/TBV multiple van 0,8x, schatten deskundigen de waarde van het eigen vermogen van SNS Bank op € 1,270 mrd (in een bandbreedte van € 1,140 mrd – € 1,400 mrd);

- Op basis van een nettoresultaat van € 120 mio en een P/E multiple van 9,0x, schatten deskundigen de waarde van het eigen vermogen van SNS Bank op € 1,080 mrd (binnen een bandbreedte van € 970 mio – € 1,190 mrd).

Deskundigen hebben gekozen voor een nettoresultaat van € 120 mio, overeenkomend met het verwachte resultaat voor 2013, gecorrigeerd voor het effect van de verwachte kostenreductie welke over de periode 2013 – 2015 gerealiseerd zal worden. Op basis van de twee marktbenadering methodieken, concluderen deskundigen tot een waarde van het eigen vermogen van SNS Retail Bank per 31 januari 2013 van **€ 1,200 mrd**.

Benchmark met andere adviseurs

De waarde van het eigen vermogen van SNS Retail Bank, zoals bepaald door deskundigen, ligt in de bandbreedte van de schattingen van andere adviseurs ten tijde van de nationalisatie van SNSR:
- Goldman Sachs schatte de waarde van het eigen vermogen van SNS Retail Bank in middels een bandbreedte van € 1,089 mrd tot € 1,415 mrd per juni 2012;
- Morgan Stanley schatte de waarde van het eigen vermogen van SNS Retail Bank op € 1,4 mrd per januari 2013; en
- Lazard schatte de waarde van het eigen vermogen van SNS Retail Bank in middels een bandbreedte van € 1,0 miljard tot € 1,2 mrd per januari 2013.

Discounted Cash Flow analyse

Bij deze analyse is aangenomen dat de activiteiten van SNS Retail Bank *going concern* zijn. De waardering kan opgesplitst worden in drie delen:
- Op basis van het operationeel plan ("OP") zijn de projecties voor de periode 2013 – 2015 gehanteerd;
- Na de planperiode is er een transitieperiode gehanteerd, waarbij er aangenomen is dat de business van SNS Retail Bank langzaam richting een *steady state* gaat; en
- Na het bereiken van de steady state fase hebben deskundigen een zogeheten restwaarde berekend op basis van het *Gordon Growth Model*.

Zoals vermeld, hebben deskundigen het OP gebruikt als basis voor de projecties voor de periode 2013 – 2015. Voor de transitieperiode zijn de volgende assumpties van belang:
- Met betrekking tot de hypotheken, hebben deskundigen aangenomen dat vanaf 2016, de coupon op hypotheken daalt van 4,5% naar 3,5% per jaar en daarna stabiel zal blijven. Er wordt verder aangenomen dat de hypotheekportefeuille groeit met de lange-termijn groeivoet van 1,5% per jaar.
- Met betrekking tot de spaargelden, wordt aangenomen dat de rente op het spaargeld daalt van 3,2% in 2012 naar 2,2% in 2016 en constant blijft voor de rest van de projectieperiode. Net als voor de hypotheken, wordt aangenomen dat de spaartegoeden stijgen met 1,5% per jaar.
- De overige funding, het grootste gedeelte aan schuldbewijzen en achtergestelde leningen, wordt ook aangenomen te groeien met de lange-termijn groeivoet van 1,5%. De schuldbewijzen hebben een coupon van 1,7%, terwijl de achtergestelde schulden een coupon hebben van 7,6%.
- Er is verder aangenomen dat de kostenstructuur relatief stabiel blijft ten opzichte van het laatste jaar van het OP. De operationele kosten groeien vanaf 2016 met 1,5% per jaar.
- De toekomstige kasstromen ten behoeve van de aandeelhouders worden contant gemaakt tegen een disconteringsvoet van 10%.

Op basis van de Discounted Cash Flow analyse waarderen deskundigen het eigen vermogen van SNS Retail Bank op circa **€ 1,200 mrd**.

4.2.2 Property Finance

A. Inleiding

Property Finance ("PF"), een volledige dochter van SNS Bank, verstrekte vastgoedleningen aan haar cliënten, waarbij zij voor haar eigen funding een beroep deed op financiering vanuit SNS Bank. Het doel van PF was om vervolgens een marge te genereren qua rente op uitgezette gelden versus benodigde gelden (de rentemarge), die vervolgens weer wordt gebruikt om operationele lasten en kredietverliezen te dragen, waarna een beoogde positieve winst resteert.

SNSR kocht PF van ABN AMRO in oktober van 2006 voor ruim € 800 mio. Het achterliggende idee was dat SNSR op deze wijze haar scala aan activiteiten kon uitbreiden en tevens groei kon realiseren in deze portefeuille van vastgoedleningen. Immers, hoewel PF van origine gericht was geweest op Nederlandse vastgoedleningen, werd de buitenlandse markt gezien als een mogelijk belangrijke groeimotor. Per einde 2006 stond er voor bijna € 9 mrd aan leningen uit, waarvan ca. € 2 mrd buiten Nederland. Vervolgens groeide deze portefeuille tot ca. € 14 mrd per ultimo 2008, waarbij het buitenlandse deel ongeveer € 4 mrd groot was en voornamelijk bestond uit zogenaamde projectfinanciering[42].

In 2008 ontstonden de eerste zorgen binnen PF: op het einde van het jaar werd aangekondigd dat PF de portefeuille in de VS en Spanje wilde gaan afbouwen en werden ook de eerste significante afboekingen op leningen in deze landen zichtbaar: de resulterende nettowinst was in dat jaar echter nog positief, € 28 mio. Vergeleken met de nettowinst van € 86 mio in 2007 was dit echter wel al een forse daling, met name vanwege de genoemde afboekingen.

Vanaf 2009 werd PF verlieslatend: de kleine nettowinst in 2008 sloeg in 2009 voor het eerst om in een verlies: € 220 mio maar liefst, waarvan € 55 mio door een afboeking op goodwill en ruim € 400 mio aan afboekingen op de leningenportefeuille. De totale portefeuille aan leningen daalde weliswaar tot een kleine € 13 mrd, maar PF werd ook gedwongen om slechtlopende projecten (waarvoor het in eerste instantie alleen de financiering had verstrekt) in eigendom te nemen om deze zo beter te kunnen herstructureren en vervolgens te verkopen ('uit te winnen'). De post Property Projects steeg zo naar circa € 600 mio per eind 2009, waardoor effectief nog weinig afbouw verricht was.

In 2010 verliep de afbouw meer voortvarend: de totale hoeveelheid leningen daalde naar bijna € 11,5 mrd, waarvan ruim 20% buiten Nederland. Dit ging echter gepaard met een verdere stijging van de afboekingen op de portefeuille: deze liepen in dit jaar op naar bijna € 800 mio, waarvan een significant deel in Nederland. Het (netto)verlies werd hierdoor bijna € 600 mio, terwijl de post Property Projects niet noemenswaardig daalde. Met andere woorden: de portefeuille werd ook in Nederland slechter en de uitwinning van de meest slechte projecten bleek een lastige opgave. Voor het eerst werd dan ook gekozen voor een bredere vorm van afbouw van de portefeuille: ruim de helft van alle leningen zou afgebouwd gaan worden (inclusief een significant deel van de Nederlandse portefeuille), middels focus op de zogenaamde 'Non-Core' portefeuille, terwijl de resterende naar verwachting beter presterende leningen in Nederland werden samengevoegd met de leningenportefeuille binnen SNS Zakelijk, de zogenaamde MKB leningen (inclusief hypotheken die tot dan binnen SNS Bank zaten), om zo een grotere goede 'Core' portefeuille over te houden.

[42] Een belangrijk verschil tussen projectfinanciering en een meer standaard vastgoedlening is dat bij een projectfinanciering puur wordt geleend met de kasstromen, zoals verwacht bij de realisatie van het project, als onderpand. Met andere woorden: het risicoprofiel is dan duidelijk anders dan bij een beleggingsfinanciering, waarbij het inmiddels gerealiseerde vastgoed als onderpand dient.

De afbouwstrategie leek haar vruchten af te werpen in 2011: zowel de Non-Core portefeuille nam af met ongeveer € 1 mrd tot € 4,8 mrd, waarbij het internationale deel ongeveer 60% van deze daling veroorzaakte, terwijl ook de Core portefeuille met ruim € 1,3 mrd in omvang afnam tot € 5,7 mrd, waarbij het MKB deel zelfs iets toenam. Echter, de impairments bleven: weliswaar fors minder binnen Non-Core (toen nog 'maar' € 250 mio), maar zelfs Core moest een hogere waarde afboeken, waardoor op dat deel van de portefeuille de nettowinst bijna halveerde. Voor het totaal resteerde nog steeds een stevig (netto)verlies van € 200 mio. Ook de post Property Projects daalde maar niet.

Het jaar 2012 kende twee gezichten; daar waar de eerste helft van het jaar nog een soortgelijk beeld vertoont als 2011 werd in de tweede helft van dat jaar duidelijk dat de leningenportefeuille toch veel zwaardere problemen had dan eerder onderkend. Dit gold niet voor de eind 2010 overgekomen MKB-hypotheken – deze werden per eind 2012 dan ook weer teruggebracht naar SNS Bank (ter grootte van € 1,3 mrd, terwijl dit eind 2010 ongeveer € 1,4 mrd bedroeg). Mede als gevolg van inzichten na de nationalisatie, in combinatie met de fors uitgestelde publicatiedatum van de jaarrekening over 2012, werd de waardeafboeking op de overblijvende PF-portefeuille meer dan € 900 mio en daalde de portefeuille in totale omvang naar € 6,6 mrd, waarvan € 5,4 mrd in Nederland en € 1,2 mrd in het buitenland. De gehele PF-business zou, in handen van de Staat, separaat worden gezet en worden uit-gemanaged. Als gevolg hiervan werd een groot (netto) verlies geboekt: ruim € 800 mio in 2012. Hoewel de Property Projects daalden met ca. € 100 mio is dit ook geen lichtpuntje: fors hogere afboekingen ook op deze post verklaarden deze daling volledig; sterker, bruto was deze post zelfs met ruim € 100 mio gestegen.

B. Waardering leningenportefeuille: de accountingbenadering (volgens de verslaggeving van PF)

In het geval van de PF-leningen was de boekhoudkundige waarderingsbenadering, zoals gebruikelijk, als volgt. De leningen stonden tegen 'amortised cost' op de balans (initiële leningbedrag minus aflossingen), waarbij er een voorziening voor impairment (waardevermindering) werd genomen, indien er objectieve indicaties waren dat de leningnemer niet meer in staat zou zijn om aan zijn verplichtingen (qua contractueel vastgelegde rente en aflossingen) te voldoen.

In dat geval werd de zogenaamde recoverable value van de lening bepaald, waarbij de toekomstige verwachte kasstromen (inclusief eventuele garanties en de mogelijke verkoop van het onderpand van de lening) contant gemaakt werden naar dat moment op basis van een disconteringsvoet, die gelijk was aan de initiële effectieve rentevoet op de lening. Grotere leningen werden individueel beoordeeld op hun impairmentrisico, terwijl kleinere en veelal gelijksoortige leningen werden beoordeeld als groep. In het laatste geval werden specifieke waarderingsmodellen gebruikt, gebaseerd op risk-rating parameters. In het geval van de PF-leningen werden deze vrijwel allemaal individueel beoordeeld[43].

De voorziening per lening weerspiegelde aldus reeds geleden verliezen op een lening en nog te verwachten verliezen (zogenaamde IBNR-voorzieningen, Incurred But Not Reported). De verwachte verliezen werden geschat op basis van historische patronen en de kredietwaardigheid van de leningnemer, waarbij uiteraard ook de kwaliteit van de economische omgeving in ogenschouw werd genomen.

Naast leningen had PF ook nog een aantal Property Projects op haar balans staan. Het betrof hier voormalige vastgoedleningen, waarbij PF vanwege het (langdurig) niet nakomen van betalingsverplichtingen, zich het onroerend goed / reeds bestaande onderpand had toegeëigend (zogenaamde uitwinning of foreclosure). Deze werden gewaardeerd tegen de laagste kostprijs dan wel 'net realisable value', welke laatste werd

[43] Interviews met de toenmalige directieleden (CEO en CFRO) van PF en met de controlerende externe accountant bevestigen deze aanpak.

gedefinieerd als de verwachte verkoopprijs minus bijbehorende verkoopkosten. De verwachte verkoopopbrengst op het moment van exit was gebaseerd op de gebruikelijke parameters, zoals verwachte huuropbrengsten, prijs per vierkante meter, verder te verwachten bouwkosten (bij een project in ontwikkeling) en rentekosten. Veelal werden deze verwachte verkoopopbrengsten getoetst bij externe waarderingsdeskundigen, gespecialiseerd in onroerend goed.

Samenvattend zijn de volgende aspecten van groot belang bij de accounting benadering van de waarde van een lening:

- Er moet uitzicht zijn op c.q. sprake zijn van zogenaamde default (niet meer kunnen voldoen aan verplichtingen door leningnemer) op een lening alvorens een voorziening wordt genomen;
- De hoogte van de voorziening wordt vastgesteld op basis van verwachte kasstromen contant gemaakt tegen de oorspronkelijke, contractueel overeengekomen, rentevoet op de lening.

Meer concreet betekent dit dat de netto exposure van een lening (brutohoeveelheid minus voorziening) niet altijd gelijk hoeft te zijn aan de zogenaamde fair value van de lening, vanwege:

- Verschillen tussen de oorspronkelijke en de huidige geëiste rentevoet op de lening;
- Inschattingen omtrent kans op mogelijke toekomstige default.

Daarnaast kon de waarde van de lening duidelijk verschillen van de waarde van het onderpand. Immers, de zogenaamde Loan-to-Value ("LtV") kan significant kleiner dan 100% zijn, indien er ook sprake is geweest van een stevige hoeveelheid eigen vermogen bij de aanschaf van het onderpand. Echter, indien de LtV dichterbij en zeker boven 100% komt, dan wordt het wel meer relevant om de waarde van het onderpand te kennen. Uiteraard kan het wel zo zijn, de achtergrond van de leningnemer en / of gemaakt afspraken omtrent vergoeding voor gebruik van het onderpand door een derde kennende, dat zelfs bij een LtV die significant hoger ligt dan 100%, er toch nog geen voorziening nodig is op de lening, omdat er nog geen default is geweest en ook geen kans op toekomstige default wordt gezien, vanwege (extra) financiële ruimte bij de leningnemer. Andersom geredeneerd: zelfs bij een lening met een LtV die significant kleiner is dan 100%, kan ook een voorziening horen, met name indien de leningnemer niet kan voldoen aan de leningeisen, vanwege niet toereikende middelen.

De waarde van het onderpand van een lening werd altijd bij het startmoment van de lening (de zogenaamde origination) bepaald. Vervolgens werd deze waarde nader geëvalueerd gedurende perioderevisies van de lening. Hierbij werden specifieke waarderingsrichtlijnen gebruikt, die in overeenstemming zijn met de richtlijnen van de toezichthouder (DNB) inzake de waardering van zogenaamd commercieel vastgoed. Voor leningen in default werd de waarde van het onderpand minimaal één keer per jaar bepaald (vaak in het vierde kwartaal, gericht op de komende jaarrapportage), waarbij deze ook werd vergeleken met de waarde volgens externe specialisten.

Zoals gezegd, een lening werd geacht in default te zijn als daar objectieve indicaties voor waren: dit verhoogde risicoprofiel kon bijvoorbeeld aangegeven worden middels betalingsgedrag van leningnemer (achterstandsituatie, waarbij achterstand strikt genomen was gedefinieerd als niet betaald in een periode van 30 dagen na het afgesproken tijdstip), de Loan-to-Value ratio werd te hoog, een verslechtering van de financiële positie van de leningnemer, de voortgang van de bouwwerkzaamheden (bij een projectfinanciering), de huurvoet van het onderpand, de voortgang van de verkoop (bij een projectfinanciering) en andere interne dan wel externe signalen. In geval van default werd de lening ondergebracht bij de Restructuring & Recovery afdeling (ook wel Bijzonder Beheer genoemd)[44].

[44] Uit interviews is deskundigen gebleken dat deze afdeling pas in de jaren na de acquisitie gestalte heeft gekregen.

Vervolgens werd voor elke lening in default de hoogte van de benodigde voorziening bepaald. PF gebruikte hierbij een zogenaamde scenarioanalyse, leidend tot de Recoverable Value van de lening in 3 scenario's: Optimistisch, Realistisch en Pessimistisch. Hierbij werd zowel aandacht besteed aan de verwachte kasstromen uit hoofde van de lening zelf als ook aan de verwachte kasstromen vanuit het onderpand van de lening. De scenario's bevatten daarom de verwachtingen van PF ten aanzien van de betalingsverplichtingen van de leningnemer en de financiële (on)mogelijkheden van het bijbehorende onderpand. Leningen werden vervolgens gewaardeerd op basis van het scenario Realistisch, waarbij toekomstige kasstromen contant werden gemaakt tegen de couponrente van de oorspronkelijke lening, en op basis van de meest recente (externe) waardering van het onderpand. Als de Recoverable Value vervolgens lager was dan de boekwaarde van de lening, dan werd voor het verschil een voorziening opgenomen.

Belangrijk is vervolgens om hierbij op te merken dat een defaultsituatie niet altijd leidde tot een voorziening: indien de Recoverable Value namelijk hoger was dan de boekwaarde van de lening, dan was de lening weliswaar in default, maar waren de verwachte kasstromen c.q. de waarde van het onderpand zodanig dat (nog) geen voorziening als nodig werd gezien. Dit verschil is ook te zien in de portefeuille van PF: er bestond zowel een groep leningen 'Default – Not Impaired' als een groep 'Default – Impaired'.

Vanaf 2010, toen PF vaart ging maken qua afbouw van haar leningenportefeuille, in eerste instantie met name in de Verenigde Staten en Spanje, liet zij de bovenstaande waarderingsanalyses ook extern toetsen middels een onafhankelijke beoordeling door EY. Dit geschiedde in goed overleg met de DNB. Deze maakte zich namelijk zorgen dat de afbouw tot grotere impairments zou gaan leiden, aangezien de waarde van leningen, die niet in default waren, mogelijkerwijs ook onder water zou kunnen staan, hetgeen zich bij een verkoop zou materialiseren. De toetsing door EY werd meer uitgebreid naarmate voor een grotere vorm van verdere afbouw werd gekozen, ook wederom in 2011.

In de loop van 2012 verrichtte PF een soortgelijke, meer diepgravende analyse voor alle leningen, niet alleen voor degene in default (de zogenaamde non-performing leningen oftewel "NPLs"). Deze analyse gebruikte dezelfde 3 scenario's om meer informatie te verzamelen inzake de kwaliteit van de leningen. De uitkomst hiervan werd de zogenaamde shortfall-analyse genoemd, waarbij shortfall verwijst naar een situatie waarbij de verwachte kasstromen (na discontering) onder de boekwaarde van de lening uit zouden komen. In geval van een (positieve) shortfall, maar geen situatie van default, werd voor een lening boekhoudkundig geen voorziening opgenomen, terwijl er wel een tekort werd verwacht. De resultaten van deze shortfall-analyse werden logischerwijs ook beoordeeld door EY, in haar rol als onafhankelijke deskundige, omdat laatstgenoemde hiermee al eerder was gestart ten aanzien van de portefeuille in afbouw. Hier wordt later op teruggekomen.

C. <u>PF-portefeuille per 30 juni 2012 en 31 december 2012: EY, C&W en Jaarverslag 2012</u>

Voor een goede analyse c.q. beoordeling van de PF-portefeuille is het relevant om zowel de situatie per 30 juni 2012 nader in kaart te brengen als ook die van per eind december 2012. Immers, de eerstgenoemde is de basis geweest voor nadere analyses van zowel EY als ook Cushman & Wakefield op deze portefeuille[45]. De laatstgenoemde situatie daarentegen is al sterk beïnvloed c.q. grotendeels gestoeld op de uitkomsten van de

[45] Hoewel EY in eerste instantie haar onafhankelijke shortfall-analyse was gestart in augustus 2012, mede in overleg met DNB – met het oog op het eventuele apart zetten van PF in een zogenaamd Asset Protection Scheme ('APS') dan wel Bad Bank ('BB'), kwam MinFin kort later tot de conclusie, na overleg met de EC, dat een derde partij de portefeuille moest beoordelen, vanwege het mogelijkerwijs toch niet geheel onafhankelijke karakter van EY. Dit is toen Cushman & Wakefield geworden; zij startten hun analyse per november en rondden deze medio december 2012 af, een korte doorlooptijd van ongeveer 6 weken. EY kwam eind oktober met haar bevindingen, waarbij de Non-Coreportefeuille voor bijna 85% was geanalyseerd en de Coreportefeuille voor ruim de helft.

Cushman & Wakefield analyse, omdat deze door de Minister als maatstaf voor de waarde is genomen bij zijn beslissing tot nationalisatie en vervolgens ook als input heeft gediend bij de vaststelling van de benodigde extra voorzieningen voor de tweede helft van 2012. Bovendien, zoals de jaarrekening van SNS Bank over 2012 aangeeft: het feit dat, vanwege de nationalisatie, de datum van uitgifte van de jaarrekening fors later is geworden dan gebruikelijk, heeft veroorzaakt dat nieuwe inzichten uit hoofde van waardeinschattingen pas gedaan in de loop van 2013 invloed hebben gehad op de hoogte van de waarde afboekingen. Met andere woorden: informatie van na 1 februari 2013 is wellicht al meegenomen bij de vaststelling van de benodigde voorziening voor de periode van de tweede helft van 2012.

PF-portefeuille per 30 juni 2012

De nadere details van de portefeuille per 30 juni 2012 waren als volgt. De groep leningen bestond uit 2 delen: de zogenaamde Core portefeuille (dat wil zeggen: groep van Nederlandse leningen, die nog niet in afbouw waren) en de Non-Core portefeuille (buitenlandse en Nederlandse vastgoedleningen, waarbij PF specifiek probeerde deze te verkopen dan wel anderszins af te bouwen). Voor wat betreft de Core groep, deze leningen waren voor het overgrote deel (99%) niet in default per eind 2011 (aldus ook wel 'performing lening' of "PL" genoemd) en dus wilde PF hier gewoon mee verder, terwijl voor de Non-Core groep specifieke afbouw- oftewel exit-plannen waren ontwikkeld. Qua financiële rapportage viel de eerstgenoemde groep onder de Business Unit SNS Bank, meer specifiek onder SNS Zakelijk (hier zaten ook andere MKB-achtige hypotheken in), terwijl de tweede groep binnen Property Finance viel, per medio 2012. Per eind 2012 zijn deze 2 onderdelen samengevoegd tot 1 groep: PF. Naast deze portefeuilles van leningen waren er nog zogenaamde Property Projects en een klein aantal deelnemingen in onroerend goed vehikels. Beide eigendommen waren voortgekomen uit zogenaamde non-performing loans, waarbij PF er voor gekozen had om de activa, als onderpand van de leningen, toe te eigenen na wanbetaling op de leningsverplichtingen. Met andere woorden: dit zijn voormalige vastgoedleningen, die uiteindelijk hebben geleid tot eigendom van het onderpand, welke PF vervolgens weer probeert te verkopen.

Dit geeft het volgende overzicht (alles in € mio):

Overzicht Portefeuille Property Finance

€ in miljoenen

	PF SME (Core)	PF (Non-Core)	Totaal
Bruto waarde	3,636	4,897	8,533
-/- Voorziening	70	669	739
Netto waarde	**3,566**	**4,228**	**7,794**
Deel NPL	4.3%	39.6%	24.6%
Coverage ratio	44.6%	34.5%	35.2%
LtV overzicht	77.2%	105.4%	91.2%
NL versus buitenland	100%	64%	79%
Voorziening details (NL versus buitenland)	100%	63%	66%
Property projects	7	512	519
NL versus buitenland	100%	6%	8%
Deelnemingen	0	14	14

Uit dit overzicht per medio 2012 blijkt een aantal zaken duidelijk. De Nederlandse Core portefeuille liet een veel betere kwaliteit zien van de uitstaande leningen. Niet alleen was slechts 4,3% van het bruto totaal in default, ook de getroffen voorziening was relatief reeds hoger (hogere coverage ratio) en daarnaast was de gemiddelde Loan-to-Value ratio nog significant onder 1; met andere woorden: het onderliggende onderpand

had een beduidend hogere waarde van de lening zelf, gemiddeld gesproken althans. Voor de internationale Non-Core-portefeuille is duidelijk dat deze problematisch was: bijna 40% van de leningen was al in default, terwijl de voorzieningen slechts 34,5% dekten van deze totale hoeveelheid problematische leningen. Bovendien was de gemiddelde waarde van het onderpand zelfs iets kleiner dan de lening zelf. Qua voorzieningen binnen deze Non-Coreportefeuille was het Nederlandse deel weliswaar in verhouding met het onderliggende Nederlandse leningendeel (63% versus 64%), maar het relatieve aandeel Non-Performing Loans was in Nederland al groter dan in het buitenland; kortom: de coverage ratio in Nederland was nog relatief laag. Dit laatste was vooral het gevolg van het feit dat de afbouw van het internationale deel van de Non-Core-portefeuille al eerder was gestart en het Nederlandse deel pas meer recent beduidend minder was gaan performen; met andere woorden: in de loop van 2011 en de eerste helft van 2012 was ook het Nederlandse deel meer onder druk gekomen.

Bij de Property Projects zien we een andere consequentie van ditzelfde fenomeen: door de eerdere problemen in het buitenland en hiermee gepaard gaande eerdere focus op afbouw was het grootste gedeelte van de Property Projects in bezit in het buitenland. Immers, daar was reeds voor een grotere hoeveelheid non-performingleningen besloten om het onderliggende onderpand toe te eigenen. Van de € 479 mio aan buitenlandse Property Projects (94% van het totaal) stond het grootste deel in Europa (ca. 95%), voornamelijk in Spanje en Luxemburg[46].

Per medio 2012 was de totale (net) exposure van de gehele hoeveelheid vastgoedleningen plus Property Projects wel gedaald met ongeveer € 1,1 mrd in vergelijking met de stand per eind 2011, waarbij dit ongeveer 50-50% was verdeeld over Core en Non-Core. Echter, binnen de laatstgenoemde portefeuille was een relatief groter deel van deze daling afkomstig van waardeverminderingen/voorzieningen, daar waar verkopen natuurlijk te prefereren zouden zijn geweest. Bovendien was het tempo van afbouw in de eerste helft van 2012 wat aan het teruglopen in vergelijking met 2011. Kortom: afbouw was stevig, doch leek lastiger te worden.

PF-portefeuille per 31 december 2012

De situatie van de portefeuille van vastgoedleningen was per 31 december 2012 (volgens de jaarrekening over 2012, zoals pas verschenen in juni 2013) als volgt (PF SME en PF waren inmiddels samengevoegd tot één rapportage eenheid, PF, eenheden wederom in € mio en tussen haakjes de verandering versus de stand per medio 2012):

Overzicht PF Portefeuille per 31/12/2012
€ in miljoenen

Bruto waarde	7,832	(-8%)
-/- Voorziening	1,217	(+65%)
Netto waarde	**6,615**	(-15%)
Deel NPL	33.8%	(+37%)
Coverage ratio	45.9%	(+30%)
LtV overzicht	100.9%	
NL versus buitenland	82%	
Voorziening details (NL versus buitenland)	71%	

[46] De kleine groep Deelnemingen verwijst naar projecten waarbij PF niet alleen een financiering via leningen verstrekte, maar tevens participeerde in het eigen vermogen middels een bepaalde stake dan wel via een joint-venture.

De verdere verslechtering van de gehele portefeuille sinds medio 2012 is duidelijk waarneembaar: hoewel de zogenaamde netto-exposure wederom met ca. € 1,2 mrd was gedaald, was deze daling wel voor ruim 40% veroorzaakt door een stijging van de voorzieningen. Bovendien was het aandeel NPL's in de totale portefeuille fors gestegen; de zogenaamde coverage op deze probleemleningen was echter wel behoorlijk toegenomen vanwege de forse dotatie aan de voorziening.

Qua Property Projects ontstond een soortgelijk beeld:

Overzicht Property Projects

Property projects	416	(-20%)
NL versus buitenland	25%	(+210%)
Deelnemingen	3	(-79%)

De omvang van de Property Projects was weliswaar gedaald, maar ook hier was een grotere post op afgeboekt. Bovendien was het aantal toegeëigende onderpanden met name in Nederland gestegen; ook daar werd de noodzaak tot actie na verwachte structurele default groter.

PF-portefeuille in het Jaarverslag 2012

Tot slot is het nog interessant om te melden wat de consequenties zijn geweest van de zogenaamde post-reporting date events; immers, de jaarrekening 2012 is pas in juni 2013 verschenen. Hierbij is de vergelijking met de managementrapportage december 2012[47] relevant; in dit schrijven stelt management zijn beoogde financials voor de leningenportefeuille voor en deze zijn op de volgende elementen significant verschillend van de uiteindelijk gerapporteerde cijfers:

- De beoogde voorziening in de managementrapportage december 2012 was € 870 mio en dus een kleine € 350 mio minder dan uiteindelijk gerapporteerd;
- In de uiteindelijke jaarrekening staan voor € 270 mio meer aan leningen in default. Hiervan was ca. € 150 mio afkomstig uit Nederland en de overige € 120 mio uit de overige delen van Europa;
- Omdat de extra voorziening hoger was dan de extra hoeveelheid defaultleningen is de coverage ratio volgens de uiteindelijke jaarrekening 2012 ook 8 tot 9 procentpunten hoger dan beoogd in de managementrapportage.

Met andere woorden: zoals ook expliciet in de jaarrekening 2012 staat vermeld, PF heeft na 31 december 2012 nog updated valuation appraisals ontvangen, die lagere waarden indiceerden dan de getallen per jaareinde, en deze alsnog meegenomen in haar bepaling van de uiteindelijk benodigde voorziening per jaareinde. Deze updated appraisals waren een teken van verder verslechterende omstandigheden in de loop van de eerste maanden van 2013, zowel macro-economisch als ook op de vastgoedmarkten. Dit blijkt ook uit de waardering van de Property Projects binnen PF: deze zijn uiteindelijk ca. € 40 mio lager op de balans gekomen dan eerst beoogd volgens de managementrapportage.

Voor wat betreft de Property Projects, ook voor deze werden de eerdergenoemde 3 scenario's opgesteld en vond waardering plaats op basis van het scenario Realistisch; ook hier heeft een onafhankelijke review door EY op plaats gevonden.

Tot slot was er nog een kleine groep deelnemingen; dit betreffen voormalige leningsyndicaten, waarbij PF een deelnemer was in het syndicaat met andere banken. Vervolgens is de gehele lening in default gekomen,

[47] Zoals reeds verschenen per eind januari 2013.

het eigendom overgegaan op het leningsyndicaat en bezit PF uiteindelijk een deelneming in het eigen vermogen van deze entiteit (de deelneming), middels een minderheidsaandeel dan wel een joint-venture. De boekwaarde van deze deelnemingen en joint-venture posities was per medio 2012 nog € 14 mio, doch deze daalde naar € 3 mio per eind 2012.

D. De shortfallmethode – het EY-onderzoek

Als aangegeven, de shortfallmethode, zoals in eerste instantie al toegepast door PF, is een methode om de zogenaamde Recoverable Value van een lening te bepalen. PF koos hierbij voor drie scenario's, te weten: Optimistisch (Bull), Realistisch (Base) en Pessimistisch (Bear). Relevante aanknopingspunten voor deze scenario's werden door PF opgesteld middels verwachte ontwikkelingen voor de betalingen op de leningen zelf als ook voor het onderpand. Voor de Non-Core-portefeuille waren dit zogenaamde 2-pagers, waarin PF ook haar beoogde exit uit deze leningen nader beschreef. Deze data werden veelal als volgt in onderdelen weergegeven:

- Financiële kerngegevens
- Data omtrent de cliënt
- Data omtrent het specifieke onderpand (zoals huurwaarde, huuropbrengst, marktwaarde, LtV en interest coverage ratio)
- Relevante stand van zaken
- Beoogde exitstrategie
- Relevante waarderingsassumpties, zoals doorlooptijd, nog noodzakelijke investeringen (vaak om projecten verkoopbaar te maken), verwachte verkoopopbrengst onderpand, nog te verwachten extra kosten, claims, etc.
- Saldoverloop van lening tot op dat moment

Voor de Core-portefeuille is dit beduidend minder informatie per lening, een zogenaamde 1-pager, omdat hier de exit niet van belang was. De relevante data waren hier vaak als volgt gegroepeerd:

- Financiële kerngegevens
- Data omtrent de cliënt
- Verwachte cash flows op lening en waar deze middelen uit zouden moeten voortkomen
- Data omtrent het specifieke onderpand (zoals huurwaarde, huuropbrengst, marktwaarde, LtV en interest coverage ratio)
- Kredietrisico & Strategie

Hierbij werden de laatste 4 groepen van data samenvattend beoordeeld met een L (Laag), M (Medium) of H (Hoog), waarbij uiteraard een logisch verband tussen de eerste 3 en de laatste score bestond. Zo zou een driemaal L-score op de Cliënt, Cash flows en Onderpand parameters, normaal gesproken tot een H voor Kredietrisico leiden.

EY heeft vervolgens de uitkomsten van PF volgens deze shortfallmethode onafhankelijk beoordeeld[48]. Zij volgde daarbij een identieke aanpak: ook de shortfallmethode, doch op een wat andere wijze. Ten eerste bepaalde EY het verschil in geschatte onderpand waarde versus PF's uitkomst, waarbij dit verschil in het algemeen ontstond uit andere aannames ten aanzien van onder andere (i) yields (rendementen), (ii) markthuur, (iii) bezettingsgraad en (iv) discount vanwege leegstand. Ten tweede, meer specifiek voor het zogenaamde Nederlandse residential-leningen deel in de Non-Core-portefeuille, baseerde EY zich meer op

[48] Dit gebeurde voor het eerst in 2010 voor de portefeuille in de Verenigde Staten en Spanje, het grootste deel binnen Non-Core. Hierna ook in 2011 gedurende de tweede helft van het jaar. In 2012 werd vervolgens ook de Core portefeuille opgepakt, vanaf augustus, zoals eerder genoemd.

marktprijzen ter schatting van de zogenaamde leegstandswaarde van het onderpand, waarop vervolgens een korting van 40-45% werd toegepast, ter bepaling van de waarde van het onderpand in verhuurde staat. Op basis van deze twee punten ontstond een zogenaamde additional shortfall op de portefeuille van leningen. Vervolgens streepte EY ook een aantal onderdelen uit de waardering van PF weg, namelijk:

- Toekomstige betaling van opgelopen rente-achterstanden
- Effecten van toekomstige financiering, die de lening langer zou kunnen laten voortduren
- Toekomstige aflossingen

Ten aanzien van deze punten was EY blijkbaar meer prudent dan wel had zij niet de tijd en aandacht om dit in nader detail te analyseren, vanwege haar zogenaamde desk-topapproach en meer strikte focus op de waarde van het onderpand zelf. Dit was een afslag voor financiële aspecten van de lening.

Op basis van een steekproef van significante omvang van de Non-Core-portefeuille (84% van de totale hoeveelheid aan nettoleningen per medio 2012) en een iets kleinere coverage van de Core portefeuille (ca. 50% van de brutoleningen), leverde de EY-analyse de volgende uitkomsten op, waarbij de genoemde percentages een korting op de nettoleningen (na aftrek van reeds getroffen voorzieningen) voorstelden:

Non-Core Portefeuille

	Optimistisch	Realistisch	Pessimistisch
Nederland (volgens PF zelf)	(4.3%)	8.3%	31.0%
Extra afslag voor onderpand (EY)	7.0%	7.6%	2.5%
Extra afslag voor lening (EY)	7.2%	4.9%	(2.5%)
Totale afslag (EY)	**9.8%**	**20.6%**	**31.1%**
Internationaal (volgens PF zelf)	2.9%	8.7%	27.2%
Extra afslag onderpand / lening (EY)	4.2%	5.1%	(0.1%)
Totale afslag (EY)	**7.1%**	**13.8%**	**27.1%**

Core Portefeuille

	Optimistisch	Realistisch	Pessimistisch
Shortfall volgens PF zelf	0.9%	4.5%	19.2%
Extra afslag voor onderpand (EY)	(3.0%)	1.2%	(9.0%)
Extra afslag voor lening (EY)	4.9%	1.7%	5.6%
Totale afslag (EY)	**2.8%**	**7.4%**	**15.8%**

Uit deze tabellen blijkt duidelijk dat EY met name het onderpand van de Non-Core-portefeuille lager waardeerde dan PF zelf, zeker voor het Nederlandse deel van deze portefeuille. Voor het buitenlandse deel lijkt dit ook zo te zijn, doch hier moeten wij ons oordeel baseren op een kleiner deel van EY's totale steekproef. De extra afslag uit hoofde van de lening volgens EY had veelal betrekking op de (prudente) assumptie van laatstgenoemde dat toekomstige aflossingen, als in sommige gevallen nog verwacht door PF, door EY expliciet niet mee werden genomen.

Voor de Core-portefeuille daarentegen lijkt EY iets minder conservatief qua waarde van het onderliggende onderpand, behalve in het Realistisch scenario (1,2% lagere inschatting van waarde van het onderpand versus PF's 4,5% inschatting).

Op basis van het Realistische scenario kwam PF tot een korting van 8-9% van de uitstaande hoeveelheid nettoleningen in de Non-Core-portefeuille, terwijl EY hierbij kwam tot ruim 20% voor het Nederlandse deel

van deze portefeuille en bijna 14% voor het internationale deel. Voor de Core-portefeuille was dit 4,5% en 7,4%, voor respectievelijk PF en EY. Kortom: EY was duidelijk meer conservatief ten aanzien van de Non-Core portefeuille versus de Core.

Indien deskundigen deze afslagen zouden bruteren voor de EY-steekproef naar de totale populatie van leningen (hetgeen EY zelf overigens bewust niet deed, omdat zij de totale portefeuille niet onderzocht heeft), dan zouden zij komen tot de volgende inschattingen qua extra benodigde voorzieningen op deze portefeuilles van leningen (in het Realistisch scenario; ter vergelijking zijn deze hoeveelheden voor het Pessimistisch scenario tussen haakjes toegevoegd):

- Non-Core (Nederlandse deel): ruim € 560 mio (bijna € 850 mio)
- Non-Core (internationale deel): ruim € 200 mio (bijna € 400 mio)
- Core: bijna € 265 mio (€ 565 mio)
- Totaal: ruim € 1,0 mrd (€ 1,8 mrd)

Op een totale (netto-)leningenportefeuille van bijna € 8,3 mrd per medio 2012 zou dit een extra afboeking van ruim 13% betekenen in het Realistisch scenario en zelfs ruim 22% in de Pessimistische situatie.

Verder dienen deskundigen hier nog op te merken dat PF voor puur boekhoudkundige doeleinden alleen een voorziening op een lening zou treffen, indien er sprake was van zogenaamde default op de lening en bovendien bleek dat deze lening naar verwachting niet volledig terugbetaald zou kunnen worden. Met andere woorden, het kon voorkomen dat leningen weliswaar in default raakten, maar (vooralsnog) niet impaired werden, indien de situatie zodanig was dat de lening nog wel steeds naar verwachting zou worden terugbetaald (vanwege de waarde van het onderpand dan wel de relatief hoge kredietwaardigheid van de leningnemer).

Daarnaast heeft EY ook een grote steekproef van de Property Projects nader geanalyseerd en vervolgens gewaardeerd. Voor het internationale deel van deze in eigendom genomen vormen van onderpand kwam EY tot een shortfall van bijna € 55 mio in het Realistisch scenario (versus ca. € 30 mio meer in het Pessimistisch scenario), daar waar PF zelf tot bijna € 20 mio meer kwam. Met andere woorden: hier was EY positiever. Overigens werd er geen nadere informatie door EY verstrekt in het kader van de Nederlandse REO's (Real Estate Objects), maar dit deel van de Property Projects was ook fors kleiner dan het internationale deel (€ 40 mio versus € 480 mio in het buitenland).

Meer precies, was de bepaalde shortfall voor de internationale REO's (in Non-Core-portefeuille) als volgt:

REOs (Non-Core portefeuille)

	Optimistisch	Realistisch	Pessimistisch
Shortfall volgens PF zelf	7.7%	15.4%	36.3%
Extra afslag volgens EY	(1.1%)	(4.2%)	(19.9%)
Totale afslag (EY)	**6.6%**	**11.2%**	**16.4%**

Kort samengevat: de shortfallmethode werd door PF in eerste instantie zelfstandig toegepast ter beoordeling van de mogelijke tekorten op leningen die in default raakten. Hierbij gebruikten zij zogenaamde exit-strategieën voor de leningen in de Non-Core-portefeuille (de zogenaamde 2-pagers) en een risico-beoordeling, uiteenvallend in een aantal parameters, voor de leningen in de Core-portefeuille. Ter toetsing vroeg PF vervolgens aan EY om een zelfde type analyse zelfstandig en onafhankelijk op te zetten, met een specifieke focus op de waarde van het onderpand en de verwachte betalingen op de leningen. In het laatste geval maakte PF dergelijke betalingen contant middels de contractueel overeengekomen couponrente op de

lening, daar waar EY hier een disconteringsvoet koos op basis van het ingeschatte risicoprofiel (zie later in deze sectie voor meer details).

De uitkomsten van EY gaven vervolgens aanleiding tot een extra benodigde voorziening op de leningenportefeuille (plus REOs), indien de resulterende waarde meer een reflectie zou moeten zijn van de waarde van de lening (property project) in het economisch verkeer en deze werden dan ook op reguliere basis gedeeld met de toezichthouder, DNB. Ook konden deze uitkomsten vergeleken worden met later eventueel gerealiseerde opbrengsten, zeker in geval van de verder beoogde afbouw van de Non-Core-portefeuille.

Op basis van de stand van zaken per eind juni 2012 kwam EY zo tot een benodigde extra afslag op zowel de leningenportefeuille als ook de REOs van in totaal € 1,1 mrd in het Realistisch scenario en € 1,9 mrd in de Pessimistische situatie.

E. De REV-methode – het C&W-onderzoek

EC-vereisten m.b.t. REV-waardering i.v.m. staatssteun

Vanwege de mogelijke participatie van de Nederlandse Staat in SNSR dan wel in één van haar onderdelen (bijvoorbeeld PF middels de creatie van een zogenaamde bad bank – zie Hoofdstuk 5 voor meer details) was er de noodzaak voor MinFin (reeds eigenaar van de Core Tier-1 capital securities van SNSR) tijdens het tweede halfjaar van 2012 om een onafhankelijk waardeoordeel te krijgen van SNSR en haar onderdelen, met een meer specifieke focus op PF en haar portefeuille van vastgoedleningen. Immers, in het kader van de beperking van mogelijke vormen van staatssteun bij een participatie in een commerciële onderneming door de Staat, vereist de afdeling Mededinging van de Europese Commissie (EC) een onafhankelijke waardering van die entiteit alvorens een participatie door de Staat door de EC kan worden goedgekeurd. De betreffende richtlijnen in dit proces worden duidelijk beschreven in de zogenaamde 'Impaired Asset Communication', zoals uitgegeven door de EC op 25 februari 2009.

In deze richtlijnen zijn de volgende aspecten qua waardering van financiële activa, zoals vastgoedleningen, van belang:

- In het kader van zogenaamde asset relief programma's in de financiële sector, bijvoorbeeld om het faillissement van een zogenaamde systeemrelevante instelling te voorkomen, moet er daadwerkelijke sprake zijn van het in het geding zijn van de financiële stabiliteit van een land. Verder moet de onderneming levensvatbaar zijn op de langere termijn en mag er geen sprake zijn van te veel staatssteun, waardoor bijvoorbeeld de concurrentie tussen instellingen ondermijnd zou kunnen worden;
- Daarom is het nodig dat een dergelijk asset relief (zoals het opkopen van illiquide leningen dan wel het participeren in het risicodragend vermogen van de financiële instelling) goed wordt geprijsd, onder de juiste voorwaarden (qua geëist rendement en andere zogenaamde remedies) en middels eventueel afdwingbare participatie door derden;
- Voorafgaand aan een dergelijke steun door de Staat moet daarom een waardering plaats vinden van de relevante assets, door erkende onafhankelijke deskundigen en te valideren door de relevante toezichthoudende instelling (DNB in dit geval). Deze waardering moet volgens een specifiek voorgeschreven methode plaats vinden: de Real Economic Valuebenadering (zie sectie 5.5 van het genoemde 'Impaired Asset Communication' memo van de EC);
- Op deze wijze resulteert reeds vooraf een duidelijke indicatie van de benodigde impairment op de assets, waardoor de benodigde financiële injectie door de Staat dan wel het op te lopen verlies door de bank uit hoofde van de asset transfer direct meetbaar is. Het verschil tussen de zogenaamde

"transfer value" (best als overdrachtswaarde te typeren) en de marktprijs van de asset (de vastgoedlening in dit geval) is dan de indicatie van de relevante staatssteun en het op te lopen verlies is het verschil tussen de boek- en de overdrachtswaarde van de asset;
- Eerste verliezen ('First Loss'), die op deze wijze bepaald worden, zijn daarbij voor rekening van de bank zelf. Indien dit zou leiden tot insolventie, dan kan de Staat participeren in het risicodragend vermogen dan wel de bank geheel nationaliseren. In geval van participatie moet er wel een marktconform rendement op de staatssteun worden gegenereerd en dient er zogenaamde burden sharing plaats te vinden (dat wil zeggen: wat gaan schuldhouders dragen aan last bij deze oplossing). Ook kan de Staat besluiten tot een overdracht van deze assets middels een zogenaamd asset protection scheme dan wel een bad bank, waarin zij dan ook participeert.

<u>REV toegepast op PF</u>

In eerste instantie moeten de relevante assets worden gewaardeerd op hun marktwaarde, indien mogelijk. Een overdrachtswaarde boven deze marktwaarde wordt direct gekenmerkt als staatssteun, met alle gevolgen van dien (zoals rendementseisen en andere remedies). Indien deze marktwaarde niet of zeer lastig is in te schatten, vanwege illiquiditeit of het zelfs ontbreken van een markt, dan moet de overdrachtswaarde worden bepaald op basis van de zogenaamde lange termijn economische waarde (de Real Economic Value of kortweg REV), die dan waarschijnlijk boven de marktprijs zal liggen. Deze REV wordt bepaald met onderliggende verwachte kasstromen en een ruimere tijdshorizon, zodat van directe effecten van de nadelen van een verkoop onder druk ('fire sale in case of financial distress') kan worden geabstraheerd. Deze REV is dan de basis voor de bepaling van de minimaal benodigde staatssteun.

In het uitzonderlijke geval dat de overdrachtswaarde toch hoger dan de REV wordt gezet (om zo insolventie van de instelling te voorkomen – nog meer relief te creëren), is de daarmee verstrekte staatssteun nog hoger geworden, hetgeen alleen geaccepteerd zal worden door de EC indien er sprake is van vergaande herstructurering van de financiële instelling en er expliciete voorwaarden zijn, die het later terugverdienen van deze extra steun mogelijk maken (bijvoorbeeld door zogenaamde claw-backs).

Uiteindelijk wordt de door Staat voorgestelde REV altijd getoetst door de EC in overleg met haar panels van waarderingsdeskundigen. Hierbij zal ook worden gekeken naar bijbehorende rendementseisen en benodigde remedies ('herstelmaatregelen'), wellicht ook in de vorm van specifiek gedrag, zoals bijvoorbeeld een acquisition ban dan wel op te leggen minimale pricing levels in het kader van een level playing field qua concurrentie met andere financiële instellingen, ook zonder vergelijkbare vormen van steun.

Kort samengevat: de REV is niet gelijk aan incidentele prijzen, zoals betaald op illiquide markten, en mag hiermee afzien van een situatie van gedwongen verkoop, maar moet tegelijkertijd, ondanks haar langere termijnkarakter, wel zo veel mogelijk gebaseerd zijn op (i) observeerbare markt input parameters (zoals rentestanden, inflatieverwachtingen, markthuren, bezettingsgraden, ontwikkeling van huizenprijzen, zogenaamde exit yields, etc.) en (ii) realistische en prudente aannames ten aanzien van verwachte toekomstige kasstromen.

Omdat deze REV-bepaling door een onafhankelijke deskundige door EC vereist is bij een eventuele ondersteuningsoperatie en EY niet als onafhankelijk werd gezien, vanwege het werk dat zij al jaren voor SNSR hadden verricht, koos MinFin in de maanden september / oktober 2012 een eigen onafhankelijke deskundige ter bepaling van de REV van de vastgoedleningen en REOs binnen PF, met als meetmoment de situatie per 30 juni 2012. Dit werd Cushman & Wakefield ("C&W"), een deskundige op het terrein van vastgoedwaarderingen met soortgelijke ervaringen in de US als het gaat om asset relief programma's. Volgens MinFin zou C&W hierbij zo veel mogelijk voortbouwen op het werk dat EY reeds had verricht c.q. op

verzoek van PF[49], en in nauw overleg met de DNB, nog verder zou preciseren in een poging te komen tot (ook) een onafhankelijke inschatting van de additionele shortfalls binnen de PF-portefeuille. Het resultaat van deze EY-precisering, zoals plaatsvond in de maanden augustus – oktober, is reeds in de vorige paragraaf besproken.

Ondanks de intentie om C&W te laten voortbouwen op de EY-basis koos C&W er bewust voor om het door PF en EY gemaakte onderscheid tussen Core en Non-Core vastgoedleningen te laten vallen. Zoals zij betoogde in haar rapportage aan MinFin van 14 december 2012, is deze basis minder relevant geworden, sinds de aankondiging van PF om ook Core te gaan afbouwen (welke in eerste instantie nog door PF werd gezien als een portefeuille met een hogere kwaliteit en met name zogenaamde beleggingsfinancieringen bevat in tegenstelling tot de meer risicovolle projectfinancieringen, die voornamelijk in Non-Core zaten) en bovendien waren volgens C&W de kenmerken van de leningen en hun onderpand meer relevant als indeling voor een waardering. Hierbij werd door C&W de primaire keuze gemaakt om de leningen in eerste instantie in te delen volgens de categorieën Non-Performing (in default) versus Performing (niet in default) en vervolgens werd per categorie een verdere indeling gemaakt naar type onderliggend vastgoed (leningen voor Projecten, Kantoren, Residentieel, Retail, Industrieel, Grond dan wel Overig).

Dit gaf het volgende startpunt qua (bruto-)leningen voor C&W (tussen haakjes het percentage van het totaal dat door C&W beoordeeld is):

Brutoleningen Overzicht Property Finance
€ in miljoenen

Non-Performing Leningen			Performing Leningen		
Projecten	1,455	(60%)	Projecten	1,385	(46%)
Kantoren	492	(69%)	Kantoren	1,139	(57%)
Residentieel	409	(52%)	Residentieel	1,191	(61%)
Retail	252	(58%)	Retail	721	(58%)
Industrieel	167	(70%)	Industrieel	722	(55%)
Grond	173	(71%)	Grond	33	(60%)
Overig	101	(79%)	Overig	282	(41%)
Totaal	**3,049**	**(62%)**	**Totaal**	**5,473**	**(54%)**

De totale waarde aan (bruto-)leningen was dus € 8,522mrd, waarvan 57% in nader detail geanalyseerd door C&W op basis van haar steekproef.

Op totaalniveau zijn deze leningen inderdaad direct vergelijkbaar met de EY-analyses en beschikbare PF-data. Echter, de aansluiting met de PF-classificatie is niet direct te maken. Het percentage, zoals bovenstaand genoemd voor iedere categorie van vastgoedleningen (oftewel “bucket” in de terminologie, zoals gebruikt door C&W), betreft het deel van deze categorie zoals door C&W meegenomen in haar steekproef. Immers, vanwege een gebrek aan tijd, kon C&W niet elke lening nader analyseren, doch slechts een significante steekproef van de totale portefeuille. De niet-onderzochte leningen, 43% van de totale waarde vertegenwoordigend, worden geacht een zelfde karakter te hebben (lees: een uiteindelijke zelfde REV / bruto boekwaarde-ratio) als de onderzochte leningen in de steekproef.

Vervolgens is het voor deskundigen helaas ook niet mogelijk gebleken om de indeling in diverse categorieën van onderpand nader te vergelijken met de analyses volgens EY. Daar waar EY wel een min of meer soortgelijke categorisering van onderpand aanhield, onderscheidde zij de categorie Projecten niet en waren deze leningen waarschijnlijk weer ingedeeld naar de andere categorieën op basis van het uiteindelijk doel van het Project: een Kantoor, Residentieel of etc. type vastgoed. Gezien de omvang van de categorie

[49] Zoals aangegeven door medewerkers van MinFin in hun interviews met deskundigen.

Projecten, zowel binnen Non-Performing (maar liefst 48% van totaal) als in Performing (25% van totaal), maakt deze indeling een meer directe vergelijking lastig.

Op basis van bovenstaande kenmerken van de gehele portefeuille aan vastgoedleningen volgens C&W zijn de volgende observaties van belang:

- De categorie vastgoedleningen voor Projecten (zogenaamde projectfinanciering) is niet alleen de grootste in de gehele portefeuille van PF, maar met name zeer dominant in de groep NPLs (48%). Qua steekproef heeft C&W echter iets minder dan gemiddeld aan dergelijke leningen geselecteerd, met name in de Performing Loans groep;
- De leningen voor Kantoren en Residentieel vastgoed zijn daarentegen sterker vertegenwoordigd in de PL-groep en dit geldt nog meer voor de leningen Industrieel;
- Grond, daarentegen, is veel sterker vertegenwoordigd binnen de NPL-groep;
- Tot slot, de omvang van de C&W-sample in de PL-groep is beduidend lager dan die van de NPL-groep. Zo is binnen de PL-groep een hoeveelheid van circa € 2,5 mrd aan (bruto) leningen niet nader geanalyseerd en ca. € 1,2 mrd NPL-leningen niet. In totaal is dit ongeveer € 3,7 mrd, zijnde 43% van de gehele portefeuille.

Verder gaf C&W ook nog een nader inzicht in het aantal leningen per categorie. Van het totale aantal leningen van ruim 2500 stuks heeft C&W er 540 nader geanalyseerd. Dit betekent dat zij een duidelijke keuze gemaakt heeft voor de grotere leningen. Ter toelichting: de gemiddelde omvang van een PL-lening is ongeveer € 2,6 mio, daar waar C&W's sample van leningen gemiddeld ruim € 7 mio zijn (oftewel meer dan 2.5x zo groot); voor de NPL-lening is dit gemiddeld € 6,9 mio voor de gehele portefeuille, bij een C&W-steekproef gemiddelde van € 15 mio (oftewel ruim 2x zo groot). In het kader van haar beperkte tijd is de keuze voor grotere leningen door C&W niet geheel onlogisch, doch het roept wel de vraag op of bevindingen voor dergelijk grotere leningen representatief zijn voor de niet-geselecteerde, gemiddeld significant kleinere leningen.

De C&W-methodologie om de REV te bepalen van de vastgoedleningen is vrij eenvoudig voor wat betreft de NPL-leningen[50]. Hier gaat C&W uit van de strategie, waarbij PF direct eigendom verkrijgt van het onderliggende onderpand (vanwege de defaultsituatie), uiteraard met inachtneming van de bijbehorende zogenaamde foreclosure costs. Vervolgens wordt het onderpand nader geanalyseerd qua verwachte cash flows, zoals huuropbrengsten, eventuele mogelijke verkopen (van eenheden) en een zogenaamde exit waarde, nadat de situatie van het onderpand gestabiliseerd is (denk aan: verder afgebouwd c.q. meer liquide is geworden). Deze exit-approach is dus goed vergelijkbaar met de eerdergenoemde exit strategieën van PF zelf – C&W heeft hier echter een eigen visie op ontwikkeld, daar waar EY meer aansluiting lijkt te hebben gezocht bij de plannen van PF zelf. Deze cash flows worden vervolgens contant gemaakt tegen een bijbehorende discount rate[51] en aldus resulteert de Real Economic Value. Tot slot wordt de zogenaamde Loss Given Default eenvoudig bepaald als 1 -/- REV/bruto leningwaarde oftewel expected loss / bruto leningwaarde; deze parameter wordt ook nog gebruikt voor de waarderingen van PL's.

De aanpak van C&W voor de Performing Loans is iets complexer. Allereerst wordt er een onderscheid gemaakt naar zogenaamde sub-performing versus 'echte' performing loans. Hierbij wordt als definitie voor sub-performing gebruikt "performing leningen die binnen een periode van de komende 5 jaar non-performing zullen worden"; met andere woorden: deze leningen hebben een probability of default van 100%

[50] Deskundigen hebben ook nog kennis genomen van het rapport van BlackRock inzake de afsplitsing van de PF portefeuille, zoals verschenen in september 2013. Meer specifiek gaat dit rapport op één onderdeel nader in op de door C&W toegepast REV analyse, inclusief mogelijke tekortkomingen.
[51] Zie later deze sectie voor meer specifieke details inzake de discount rate oftewel disconteringsvoet.

gedurende deze 5-jaars periode. De overige performing loans zijn dan de 'echte' performing loans, aangezien zij ook nog tot reguliere cash flows (uit hoofde van de leningen) leiden na 5 jaar. Voor de sub-performing loans wordt vervolgens in geval van default de aanname gehanteerd dat zij dezelfde Loss Given Default ("LGD") hebben als hun vergelijkbare soort binnen de groep van NPLs.

C&W heeft een analyse verricht om te bepalen welke leningen binnen de groep van PLs sub-performing zijn; hierbij heeft zij naar parameters gekeken, zoals Loan to Value ("LtV"), Debt Service Coverage Ratios ("DSCR"), financiële situatie van de leningnemer en eigenschappen van het onderpand. Die leningen met mindere scores op deze grootheden zijn vervolgens geoormerkt als sub-performing.

Binnen de groep van Performing Loans leidt dit tot de volgende split (waarbij tevens het gewogen gemiddelde moment van aankomende default naar verwachting van C&W is weergegeven):

Overzicht Sub-Performing Leningen

€ in miljoenen

Sub-Performing leningen		Gem. moment van default
Projecten	850.4	1.85 jaar
Kantoren	603.7	2.05 jaar
Residentieel	114.3	2.05 jaar
Retail	20.9	2.05 jaar
Industrieel	113.4	2.05 jaar
Grond	28.4	1.85 jaar
Overig	102.9	2.05 jaar
Totaal	**1,834.0**	**1.95 jaar**

Als eerste observatie valt op, dat de groep van sub-performing leningen een substantieel deel vormt van de gehele groep performing loans; maar liefst ruim 1/3 van alle performing loans blijken in werkelijkheid sub-performing volgens C&W. Daarnaast zal deze groep gemiddeld genomen al na 2 jaar non-performing worden en vervolgens een verlies opleveren volgens dezelfde verhouding als de vergelijkbare NPL-lening volgens de LGD-ratio, als bepaald voor elke bucket van NPLs. Voor de 2 grootste categorieën sub-performing leningen (Projecten en Kantoren) betekent dit bijvoorbeeld dat na bijna c.q. ruim 2 jaar ruim 50% c.q. ongeveer 40% verlies moet worden genomen. Dit is bij elkaar al ongeveer € 690 mio en vormt hiermee een significant deel (bijna de helft) van de totale benodigde afboeking op de hele groep PLs volgens C&W. Met andere woorden: de classificatie van sub-performing dan wel performing is relevant voor de einduitkomst.

De resterende groep leningen binnen PL is de groep van 'echte' performing loans; deze is ruim € 3,6 mrd groot, waarbij 30% van de groep bestaat uit leningen Residentieel en de 4 groepen Projecten, Kantoren, Retail en Industrieel allen zo'n 15-20% van het totaal bedragen. Deze groep leningen wordt geanalyseerd op het niveau van cashflow-voorspellingen (rente en aflossingen) voor alle leningen tezamen binnen een bucket (groep). Voor deze leningen tezamen worden voor een periode van 45 jaar de verwachte rente- en aflossingsbetalingen gemodelleerd, waarbij de REV is bepaald door de cash flows uit de jaren 1 tot en met 5 contant te maken met de relevante disconteringsvoet[52] en de cash flows nadien mee te nemen volgens een bepaalde restwaarde. Relevante parameters bij deze analyse zijn, naast rente- en aflossingspatronen, de zogenaamde vervroegde aflossingen (door C&W verondersteld op 1% van de onderliggende waarde voor jaar 1, oplopend tot 5% voor jaar 5 en zelfs 7% voor de jaren nadien) en het zogenaamde pay-off-schema,

[52] Zie later deze sectie voor meer specifieke details inzake de discount rate oftewel disconteringsvoet.

hetgeen bepaalt of een lening bij einde looptijd wordt afgelost dan wel wordt verlengd. Voor dit pay-off-schema kiest C&W het volgende verloop:

- Kans op aflossing bij bereiken maturity lening in jaar 1: 20% (oftewel 80% kans op verlenging);
- Kans op aflossing bij bereiken maturity lening in jaar 2: 30%
- Kans op aflossing bij bereiken maturity lening in jaar 3: 40%
- Kans op aflossing bij bereiken maturity lening in jaar 4: 50%
- Kans op aflossing bij bereiken maturity lening in jaar 5: 60%
- Kans op aflossing bij bereiken maturity lening na jaar 5: 100%

Samenvattend kan gesteld worden dat een vervroegde aflossing de waarde van een 'echte' performing lening positief beïnvloedt, daar waar een verlenging van de lening dit juist negatief beïnvloedt. Dit wordt verklaard door de aanname van C&W dat de gemiddelde coupon op een dergelijke lening onder de door haar relevant geachte disconteringsvoet ligt. Dit betekent dat de veronderstelde waarde van een dergelijke lening verder onder nominaal komt te liggen naarmate de lening langer uitstaat.

Door C&W toegepaste disconteringsvoet

Dit brengt deskundigen bij de keuze van de disconteringsvoet. Deze wordt bepaald volgens een, althans in Real Estate waardering, gebruikelijk concept: als de som van de volgende componenten:

- De risicovrije rente: 1,68% (de 10-jaars risicovrije rente op dat moment in Nederland);
- Een risico-opslag afhankelijk van het type en de kwaliteit van het onderliggende vastgoed (prime, secondary of slechter als kwaliteitskeuze);
- Een opslag van 50 bp voor de zogenaamde servicing fee.

De risico-opslag voor kwaliteit (grootste onderdeel van de disconteringsvoet) zag er bij C&W als volgt uit (situatie per 30 juni 2012):

Risico-opslag voor kwaliteit

Bucket / Groep Leningen	Prime	Secondary	Slechter
Projecten	6.25%	n.a.	**8.0%**
Kantoren	2.75%	3.0%	**3.5%**
Residentieel	2.25%	2.5%	**3.0%**
Retail	2.50%	**2.75%**	3.25%
Industrieel	3.25%	3.5%	**4.0%**
Grond	**6.25%**	n.a.	8.0%
Overig	6.25%	n.a.	**8.0%**

De vetgedrukte getallen geven hierbij de uiteindelijk door C&W gemaakte keuze per groep aan. Dit betekent concreet dat de disconteringsvoet voor Projecten bijvoorbeeld wordt: 1,68% + 8,0% + 0,5% = 10,2%. Opvallend is dat C&W van mening is dat de meeste groepen leningen bij PF in de categorie 'Slechter dan Secondary' vallen; met andere woorden: de locatie van de meeste onderliggende onderpanden is duidelijk in de C-categorie of zelfs nog lager[53]. Dit geldt alleen niet voor de buckets Grond en Retail. Bovendien zijn de groepen Projecten en Grond het meest risicovol volgens C&W, terwijl Overig op dezelfde (meest risicovolle) wijze wordt beoordeeld als Projecten.

[53] Prime wordt vaak geduid als A-categorie en Secondary als B-categorie.

Op basis van de gewichten per bucket in de totale PL-groep van leningen leidt bovenstaande tot een range van 5,94% (indien Prime) tot 7,0% (indien Slechter), waarbij C&W meer precies uitkomt op 6,9% oftewel bijna aan de bovenkant van de bandbreedte.

Deze discount rate wordt gebruikt voor zowel de waardering van de sub-performing als ook de 'echte' performing loans. Gezien het karakter van de sub-performing leningen (altijd leidend tot NPLs binnen een periode van 5 jaar en dus nooit cash flows na deze periode) is de uiteindelijke keuze van de discount rate het meest relevant voor de waardering van de 'echte' performing leningen. Een indicatieve gevoeligheidsanalyse leert dat een 1% lagere discount rate (5,9%) een hogere waarde van zo'n € 200 mio zou betekenen alleen al voor de 'echte' performing loans (met totale nominale waarde van ruim € 3,6 mrd).

Voor NPLs wordt op bovengenoemde discount rates nog eens 4-5% extra premie gezet, behalve voor Retail en Grond waar (gek genoeg, althans zo lijkt het) de discount rate zelfs zou dalen versus die voor PLs[54]. Echter, net als eerdergenoemd voor de SPLs: de impact van de discount rate op de waardering van de NPLs is relatief beperkt.

Deskundigen zijn van mening dat met name een discount rate van (gewogen gemiddeld) 6,9% voor de ('echte') PLs fors is; immers, dit zijn normaal gesproken de betere leningen. Cross-checks op deze rate middels gebruikelijke methoden (zoals bijvoorbeeld middels een zogenaamde beta als onderdeel van de kostenvoet van het eigen vermogen volgens het Capital Asset Pricing Model) leiden tot lagere uitkomsten, hoewel het vervolgens de vraag is of beursgenoteerde vastgoedondernemingen een zelfde soort risicoprofiel kenden als het toenmalige PF. Vandaar dat deskundigen op dit punt willen volstaan met de opmerking dat 6,9% als disconteringsvoet voor de waardering van de ('echte') PLs hoog lijkt en hiermee dus prudent door C&W gekozen is[55].

Resultaten C&W-onderzoek

De totale resultaten van de C&W REV-waardering van alle PF-leningen, uitgedrukt in benodigde impairment hoeveelheid, per 30 juni zijn als volgt, gesplitst per bucket naar ('echte') PL, SPL en NPL (alles in € mio):

Totale resultaten C&W REV waardering
€ in miljoenen

Bucket	Performing		Sub-Performing		Non-Performing		Totaal	
Projecten	64	(12.0%)	451	(53.0%)	802	(55.1%)	1,317	(46.4%)
Kantoren	93	(17.4%)	234	(38.8%)	209	(42.5%)	536	(32.9%)
Residentieel	227	(21.0%)	19	(16.8%)	65	(16.0%)	311	(19.4%)
Retail	116	(16.6%)	5	(23.9%)	72	(18.6%)	193	(19.8%)
Industrieel	82	(13.4%)	51	(45.0%)	81	(48.7%)	214	(24.1%)
Grond	(7)	(n.r.)	21	(73.3%)	132	(76.4%)	146	(70.9%)
Overig	26	(14.3%)	69	(67.3%)	74	(73.4%)	169	(44.1%)
Totaal	**600**	**(16.5%)**	**850**	**(46.4%)**	**1,436**	**(47.1%)**	**2,886**	**(33.9%)**

[54] Deze nadere details inzake de disconteringsvoet hebben deskundigen verkregen via C&W dan wel terug kunnen vinden in de BlackRock analyse van het C&W-werk.
[55] De disconteringsvoet voor de waardering van sub-performing en non-performing leningen is minder relevant. Immers, bij deze leningen wordt op korte termijn c.q. direct default verondersteld en dus is de verwachte exit-waarde het meest cruciale deel van de totale waarde van de lening. Deze exit-waarde moet uiteraard wel weer in relatie met de disconteringsvoet worden beschouwd; immers, de exit-waarde wordt veelal bepaald middels een multiple op verwachte huuropbrengsten, waarbij de multiple lager wordt bij een hogere disconteringsvoet.

Vanwege de keuze van C&W om de REV-uitkomst te relateren aan de bruto leningen, komt deze impairment neer op een extra afboeking op de NPLs (boven op de voorziening per 30 juni 2012) van € 700 mio[56]. De totale extra benodigde afboeking wordt dan € 2,15 mrd en deze uitkomst is dan beter te vergelijken met de eerder besproken uitkomsten van EY, ook al ontbreekt voor C&W nog de bepaalde afboeking op de REOs (hierover later meer).

Beoordeling van C&W-waardering

Kijkend naar dit overzicht met benodigde extra impairments volgens C&W vallen de volgende zaken op:

- De helft van de in totaal bepaalde omvang van extra benodigde impairments komt uit de groep NPLs, terwijl SPLs en PLs respectievelijk 30% en 20% van het totaal opleveren. Op het eerste gezicht lijkt dit een forse bijdrage vanuit de 'echte' PL-groep, ook al is deze groep ruim 40% van het totaal; het zijn namelijk wel de kwalitatief beste leningen. Hier lijkt de discount rate, zoals eerder aangegeven, een grote rol te spelen;
- De bijdrage vanuit de SPLs is ook groot; niet alleen is € 850 mio extra impairment relatief ongeveer even veel als voor de NPLs (46,4% van de totale hoeveelheid bruto leningen versus 47,1% voor de NPLs), maar ook de omvang van de groep SPLs is significant (maar liefst 1/3^{e} deel van alle PLs zijn volgens C&W toch 'maar' SPL). De reden dat de procentuele extra afboeking voor SPLs ongeveer gelijk is aan die voor NPLs is gelegen in het feit dat voor SPLs de aanname wordt gebruikt dat de Loss Given Default gelijk is aan die voor vergelijkbare NPLs. Met andere woorden: als een SPL non-performing wordt (en dat gebeurt gemiddeld genomen al na 2 jaar), dan is de hoeveelheid verlies per saldo identiek aan die bij een originele NPL. Dit lijkt wat conservatief op het eerste gezicht;
- Binnen de diverse buckets is ook nog een aantal zaken vermeldenswaardig:
    - Projecten en Kantoren zijn tezamen verantwoordelijk voor bijna 65% van de totale benodigde hoeveelheid extra impairment, waarbij Projecten dit vooral bijdraagt vanuit de NPL-groep (vanwege het grote aandeel NPL-leningen binnen de bucket Projecten) en Kantoren daarentegen vooral vanuit de SPL-groep, omdat maar liefst ruim de helft van de niet-NPL-leningen binnen Kantoren SPL lijken te vallen;
    - Voor Residentieel en Retail is het beeld tegenovergesteld: deze beide buckets kennen relatief kleine impairments binnen de NPL- en SPL-groep, doch relatief veel in de PL -groep. Tezamen verklaren zij ruim 55% van de totale impairment in de PL-groep, daar waar zij gezamenlijk minder dan 10% bijdragen in de totale impairment voor de SPL- en NPL-groep;
    - Tot slot valt op dat Grond gek genoeg een negatieve impairment zou hebben binnen de leningen in de PL-groep. Ook hebben de buckets Grond en Overig relatief hele hoge impairments versus hun nominale hoeveelheid (meer dan 65% binnen de SPL- en NPL-groep).

Samengevat, de door C&W bepaalde extra benodigde impairment van € 2,15 mrd is fors hoger dan de ruim € 1,0 mrd, zoals bepaald door EY in haar Realistische Scenario. Dit verschil wordt voornamelijk verklaard door:

- Meer negatieve vooruitzichten voor de NPL-leningen (leidend tot foreclosures, met minder verwachte opbrengsten dan de vergelijkbare exit-strategieën van EY);
- Hogere discount rates, met name voor de 'echte' PL-leningen;
- Een forse hoeveelheid Sub-Performing leningen binnen de totale PL-groep, die naar verwachting ook een relatief hoge impairment behoeft. Op een boekhoudkundige voorziening van 0 op deze leningen (immers, allen zijn nog performing) moet maar liefst 46% worden afgeboekt, daar waar de NPLs in

[56] Onder de aanname dat de gehele voorziening betrekking had op de NPL-portefeuille.

totaal slechts voor 1% meer t.o.v. EY moeten worden afgeboekt (inclusief reeds bestaande voorziening).

C&W-waardering van Property Projects

Naast de leningenportefeuille heeft C&W ook nog (indicatief high-level weliswaar, zoals zij zelf aangeven) gekeken naar de zogenaamde Property Projects (oftewel voormalige leningen, waarbij PF inmiddels de onderliggende assets heeft overgenomen). Op basis van een (voorlopige) boekwaarde van € 454 mio per eind 2012 komt zij tot een afboeking van € 243 mio (oftewel ruim 50% van de boekwaarde, die overigens al op Fair Value zou hebben moeten staan), waarbij vooral de grotere Project Properties het hebben moeten ontgelden, zo lijkt het. In vergelijking met de Base Case van EY is dit bedrag fors hoger (EY, na extrapolatie van het relevante percentage, komt tot ruim € 50 mio extra impairment). Nadere details op dit gebied ontbreken binnen de C&W-rapportage. Bovendien vallen twee zaken op: (i) deze waardering is pas verricht na afloop van de voorlopige jaarcijfers per ultimo 2012 en was dus medio december 2012 nog niet bekend en (ii) in de definitieve jaarcijfers van SNS Bank over 2012 zijn deze Property Projects nog steeds opgenomen voor een fors hoger bedrag, te weten € 416 mio (en dus 'slechts' met € 38 mio impairment) versus de voorlopige boekwaarde.

C&W-waardering van leningen en Property Projects vergeleken met EY-waardering

In totaal komt C&W hierdoor met ongeveer € 2,4 mrd aan extra benodigde afboekingen voor PF als geheel, gesplitst naar € 2,15 mrd op de leningen en bijna € 0,25 mrd op de Property Projects in haar Base Case. In een poging deze uitkomsten meer precies te vergelijken met die van EY stuiten deskundigen direct op twee problemen: (i) de uitsplitsing van de leningen is door beide partijen verschillend gedaan (Core versus Non-Core door EY en PL versus NPL door C&W) en (ii) de analyse is door EY niet gebruteerd naar de volledige groep aan leningen en Property Projects, daar waar C&W dit wel doet middels de aanname dat benodigde afboekingen binnen haar steekproef (zoals verwoord middels een LGD) ook precies zo gelden voor het niet onderzochte deel van de gehele populatie aan leningen.

Onder de simplificerende aanname (zoals eerder gebruikt bij de analyse van de EY-methodiek) dat de steekproef uitkomsten van EY ook gebruteerd kunnen worden en de grove aanname dat ongeveer 55% van de Non-Core-portefeuille NPLs betreft (daar waar dit slechts een zeer beperkt deel van de Core-portefeuille zal zijn, circa 5-10%) laat een korte vergelijking van beide methodieken zien dat de voornaamste verklaring van het verschil tussen € 1,0 mrd voor EY en € 2,15 mrd voor C&W voor wat betreft de benodigde extra afboeking zit in de groep van Performing Loans. Immers, hier komt EY tot zo'n 20%-punten minder benodigde afboeking dan C&W, hetgeen gelijk is aan ongeveer € 1,1 mrd. Dit verschil wordt zeer waarschijnlijk verklaard door de grote groep SPLs binnen C&W's PL-groep en de relevante discount rate voor de 'echte' PLs; deskundigen schatten grof in dat de SPLs hierbij ongeveer € 750 mio verklaren van het gat van € 1,15 mrd.

Het overige verschil tussen EY en C&W wordt verklaard door de Property Projects: hier zit C&W zo'n € 200 mio hoger qua benodigde impairment dan EY.

C&W-waardering: verschil tussen Base Case en Adverse Case en keuze van MinFin

Naast de Base Case heeft C&W ook nog een zogenaamde Adverse Case opgesteld. In de Base Case maakte C&W gebruikt van economische voorspellingen (zowel qua bijvoorbeeld GDP, inflatie en rentestanden

[macro-economisch] als ook qua verklarende factoren voor onroerend goed prijzen, zoals exit yields, bezettingsgraad en ontwikkeling van huizenprijzen) volgens de EC, daar waar zij meer negatief wordt op de meeste van deze parameters in de Adverse Case. Zo zou de GDP van Nederland naar verwachting niet alleen krimpen in 2012, maar ook nog in 2013 en 2014 in de Adverse Case, zou de inflatie laag blijven (net als in de Base Case), doch zouden de rentevoeten gaan stijgen en hiermee dus de veronderstelde exit yields omlaaggaan. Deskundigen willen toevoegen dat een dergelijk scenario meer zal moeten worden gezien als een negatieve gevoeligheid, daar de economische consistentie voor lage inflatieniveaus in combinatie met stijgende rentevoeten en tegelijkertijd gelijkblijvende discount rates niet geheel logisch lijkt.

De uitkomsten qua extra benodigde impairment in de Adverse Case zijn als volgt:

Uitkomsten Extra Benodigde Impairment in Adverse Case

€ in miljarden

Performing Leningen	1.83	(380 mio meer dan in Base Case)
Non-Performing Leningen	1.02	(320 mio meer)
Property Projects	0.32	(75 mio meer)
Totaal	**3.17**	(775 mio meer)

De grootste verandering zit hier dus met name bij de NPLs en, zeer waarschijnlijk, ook bij de SPLs. Immers, de discount rates wijzigen niet en dus worden de PLs maar relatief beperkt verder geraakt in vergelijking met de Base Case. Vanwege de argumenten (i) dat dit scenario meer een gevoeligheidsanalyse lijkt (qua interne consistentie) en de definitie van Real Economic Value duidt op toepassing van een Base Case (en niet een meer pessimistisch scenario) en (ii) dat de Base Case op een aantal relevante onderdelen al behoorlijk prudent lijkt (denk aan discount rate voor 'echte' PLs en de hoeveelheid SPLs inclusief hun veronderstelde LGDs), achten deskundigen deze Adverse Case minder relevant dan de Base Case. De uiteindelijke keuze van MinFin om op 30 januari 2013 toch te komen tot een voorgestelde extra impairment van € 2,8 mrd op PF als geheel (de zogenaamde Mid Case, precies tussen Base Case en Adverse Case) kunnen deskundigen dan ook niet onderbouwen c.q. hebben zij verder geen redelijke verklaring voor mogen vernemen[57].

Update door C&W per 31 december 2012, gedateerd 4 februari 2013

Richting eind januari heeft C&W ook nog een update van haar totale analyse verricht, waarbij dit keer de (voorlopige) situatie per eind december 2012 qua lening- en Property Projects details centraal stond. Deze update (met als rapportagedatum 5 februari 2013) kent de volgende uitkomsten:

Uitkomsten Update door C&W per 31/12/2012

€ in miljarden

	Bruto boekwaarde		Extra benodigde impairment	
Performing Leningen	4.81	(660 mio minder)	1.23	(220 mio minder)
Non-Performing Leningen	3.02	(ongeveer gelijk)	0.56	(140 mio minder)
Property Projects	0.45	(70 mio minder)	0.24	(identiek)
Totaal	**8.27**		**2.03**	(360 mio minder)

[57] "Uit verdere prudentie" is het meest duidelijke argument volgens vertegenwoordigers van MinFin. Echter, zowel de twee eerder genoemde argumenten als ook de update van de C&W analyse per 31 december 2012 geven geen aanleiding voor deze verdere prudentie.

Samengevat, de portefeuille aan leningen is in het tweede deel van 2012 met ongeveer € 700 mio afgebouwd, van ruim € 8,5 mrd naar € 7,8 mrd (in bruto-lening termen). Deze afbouw bestaat voor iets minder dan de helft uit leningen in Non-Core en iets meer dan de helft uit Core. Daarnaast is de totale voorziening wel opgelopen van € 740 mio per eind juni 2012 naar ca. € 870 mio per jaareinde (volgens de voorlopige cijfers 2012, zoals bekend per eind januari 2013)[58]. Dit betekent dat de resterende leningen dus een relatief hogere voorziening hebben gekregen, hetgeen duidt op (i) relatief meer NPLs en (ii) een hogere coverage ratio binnen de groep van NPLs. Verder is de groep resterende PL-leningen klaarblijkelijk iets beter geworden, want de extra benodigde impairment is nu ongeveer ruim 25% en deze was 1%-punt hoger per medio 2012.

C&W's update per 31 december 2012 leidt dus tot een benodigde extra impairment op de leningen van € 1,8 mrd (23% van bruto totaal) en dit was ruim 25% per medio 2012, in de Base Case. Hieruit zou men kunnen concluderen, dat de toename in voorzieningen het onderliggende beeld heeft verbeterd dan wel dat de portefeuille zich minder slecht heeft ontwikkeld dan eerder aangenomen.

Verder valt nog op dat ruim € 400 mio aan bruto-leningen vanuit de PL-groep naar NPL is gegaan gedurende de 2e helft van 2012, hetgeen iets lager lijkt dan de verwachting qua SPL-ontwikkeling, zoals aangegeven in de medio 2012 analyse van C&W en is er bovendien voor € 65 mio aan leningen vanuit NPL naar PL gegaan. Bij de aanwas vanuit PL naar NPL is verder nog opmerkelijk, dat deze sterk gedreven wordt door de buckets Projecten en Industrieel, terwijl Kantoren, en met name Residentieel, veel sterker performing zijn gebleven. Dit lijkt in tegenspraak met eerdere C&W-bevindingen per medio 2012 dat vooral Kantoren relatief sterk vertegenwoordigd zouden zijn in de SPL-groep binnen PL.

Samengevat lijkt de situatie per eind 2012 minder sterk ten negatieve veranderd dan eerder ingeschat in de analyse per 30 juni van dat jaar.

De C&W-waardering als gebruikt voor vaststelling kapitaaltekort SNS Bank

Hoe het ook zij, C&W's analyse per medio 2012 is uiteindelijk leidend geweest voor de benodigde extra afboeking en daarmee de vereiste benodigde hoeveelheid extra vermogen in PF en daarmee SNS Bank. In haar schrijven van 18 januari 2013 ("voorlopige SREP 2012-brief") gaf toezichthouder DNB aan dat zij de Base Case variant van C&W als leidraad kiest voor de bepaling van het kapitaaltekort in zowel SNS Bank als ook in PF. Op basis van de door C&W betoogde extra impairment van € 2,4 mrd op PF (waarvan € 2,15 mrd op de leningen en € 0,25 mrd op de Property Projects) komt DNB tot een kapitaaltekort van € 1,9 mrd[59] bij SNS Bank en een vereiste minimale kapitalisatie bij de af te splitsen PF-entiteit van € 0,5 mrd; oftewel € 2,4 mrd aan totaal kapitaaltekort.

De bepaling van € 1,9 mrd kapitaaltekort bij SNS Bank kent de volgende onderdelen:

- € 1,6 mrd naar verwachting als Core Tier-1 kernkapitaal aanwezig per eind 2012;
- Een afboeking bij PF van in totaal € 2,4 mrd leidt vervolgens tot een verwacht verlies voor belastingen van € 2,1 mrd (waarbij het verschil van € 0,3 mrd wordt verklaard door een reeds getroffen voorziening op PF in de tweede helft van 2012 en de verdere aanname dat de winst bij de

[58] Gelieve op te merken dat C&W in haar update voor de situatie per 31 december 2012 nog uitging van een totale voorziening van € 825 mio.

[59] Merk op dat dit initiële tekort van € 1,9 mrd later is bijgesteld in de definitieve SREP 2012-brief naar € 1,84 mrd, vanwege € 700 mio minder aan pro forma Risk-Weighted Assets, hetgeen bij 9% kapitaalseis volgens de EBA norm leidt tot € 63 mio minder tekort.

bank over 2012 nihil zal zijn), waardoor het Core Tier-1 kernkapitaal zal dalen naar negatief € 0,5 mrd, daar waar ongeveer € 1,4 mrd nodig is op basis van de zogenaamde 9% EBA-norm;
- Per saldo heeft de bank (exclusief PF) hiermee een kapitaaltekort van € 1,9 mrd.

Vervolgens heeft PF, als beoogd af te splitsen separate entiteit, een kapitaalbehoefte van ongeveer € 0,5 mrd, 8% van haar onderliggende risk weighted assets, na inachtneming van de afboeking van € 2,4 mrd (met andere woorden: de boekwaarde van de PF-assets, per medio 2012 € 8,3 mrd groot, zijnde € 7,8 mrd aan netto leningen en € 0,5 mrd aan Property Projects, wordt vervolgens € 5,9 mrd).

Om precies te zijn wordt dit totale kapitaaltekort nadien nog aangescherpt door DNB in haar tweede SREP-brief, d.d. 27 januari 2013, naar € 2,34 mrd.

In haar correspondentie geeft DNB ook duidelijk aan waarom zij de analyse van C&W leidend acht:
- Waardebepaling door C&W heeft plaats gevonden onafhankelijk van SNS Bank;
- C&W hanteert als maatstaf de Real Economic Value, zoals voorgeschreven door de EC in geval van impaired assets en mogelijke staatsoplossingen in deze;
- C&W is een wereldwijd erkend expert op het gebied van commercieel vastgoed en de waardering daarvan;
- C&W heeft de volledige vastgoedportefeuille van PF gewaardeerd en maakt gebruik van de meest recente informatie.

Bovendien lijkt DNB per (uiterlijk) 18 januari 2013 al de beschikking te hebben over de C&W-waardering van de Property Projects van PF, gezien haar verwijzing hiernaar, meer specifiek naar een afboeking van € 250 mio op laatstgenoemde in de Base Case. In de feitelijke rapportage van C&W op dit onderdeel, d.d. 5 februari 2013, wordt een bedrag van € 243 mio genoemd, zijnde € 454 mio boekwaarde per ultimo 2012 minus de indicatieve schatting van C&W van € 211 mio aan onderliggende waarde.

Conclusie

In bovenstaande analyse van de C&W-onderzoeken komen deskundigen tot de conclusie dat C&W weliswaar op onafhankelijke wijze de PF-activa (leningen en Property Projects) heeft geanalyseerd, maar dat de uitkomst volgens de C&W Base Case het beste kan worden aangemerkt als een prudente schatting, vanwege de gesignaleerde vraagtekens. Samengevat:
- C&W heeft slechts 57% van de PF-leningen nader geanalyseerd en de Property Projects op puur indicatieve basis ingeschat qua onderliggende REV;
- C&W heeft ook slechts een relatief beperkte tijd gehad voor onderzoeken, zeker in vergelijking met EY;
- Binnen de groep van PL-leningen onderscheidt C&W een relatief grote groep zogenaamde Sub-Performing Loans (ruim 33%) en deze leningen worden geacht na gemiddeld ongeveer 2 jaar ook in default te geraken, zodat op dat moment bijna 60% van de totaal onderliggende som aan leningen in concrete betalingsproblemen zou zijn geraakt. Bovendien wordt voor deze groep leningen een zogenaamde Loss Given Default verondersteld gelijk aan die van leningen die al NPLs zijn;
- Voor de resterende 'echte' Performing Loans gebruikt C&W een discount rate die significant boven de gemiddelde coupon van deze leningen uitstijgt, waardoor ook deze groep een stevige extra benodigde impairment krijgt toebedeeld;
- Voor de NPLs valt met name als mogelijkerwijs prudent te duiden, dat C&W hiervoor een selectie van fors grotere leningen heeft gebruikt in het kader van haar sampling. De gemiddeld geselecteerde lening hier heeft een omvang die ruim twee keer zo groot is als de omvang van de gemiddelde lening voor de gehele groep van NPLs. Indien hogere leningen een correlatie zouden kennen met kwaliteit

(een negatieve, wel te verstaan), dan zou deze selectie een invloed kunnen hebben op de bepaalde benodigde hoeveelheid extra impairment voor de gehele groep aan NPLs;
- Ten aanzien van de Property Projects, tot slot, geldt niet alleen dat C&W hiervan slechts een indicatieve waarde-inschatting heeft gegeven, maar dat deze inschatting bij lange na niet is gevolgd in de uiteindelijke jaarrekening over 2012 van SNSR, waarbij dit type actief wel degelijk op basis van een zogenaamde Fair Value inschatting moet worden weergegeven op de balans (meer precies: de jaarrekening komt met een Fair Value schatting van € 416 mio, hetgeen fors hoger ligt dan de € 211 mio volgens de Base Case van C&W).

Ook SNSR (en uiteraard PF zelf) komt met commentaar op de C&W onderzoeken. Hun focus ligt hierbij met name op:
- De vergelijking met de EY-waardering: EY heeft in de ogen van SNSR volledig onafhankelijk geopereerd, waarbij de meest recente opdracht aan EY voor een update van haar waardering (ook met de medio 2012 cijfers als startpunt) in nauw overleg met DNB nader was geformuleerd. Bovendien heeft C&W geen poging gedaan om een vergelijking tussen beide waarderingen te verrichten. Tot slot heeft EY significant meer tijd kunnen besteden aan haar (volgtijdelijke) onderzoeken en hiermee een meer gedetailleerd inzicht gekregen van de PF-portefeuille, zeker daar het gaat om de zogenaamde exitstrategieën voor deze leningen;
- De gehanteerde discount rate: SNSR meent dat een discount rate in de orde van grootte van 4 tot 5% een betere reflectie is van het risicoprofiel van de leningen dan de door C&W gehanteerde 7% (voor alleen de PLs). Tevens betoogt zij dat er mogelijk sprake is van double counting, vanwege de combinatie van 'het verwachte verlies' en de 'risk-adjusted discount rate';
- De vergelijking met vastgoedwaarderingen door andere Nederlandse marktpartijen, die weliswaar hun eigen kenmerken hebben doch als uiterst agressief moeten worden beoordeeld indien de C&W-waardering van de PF-assets correct zou zijn.

Tot slot willen deskundigen nog wijzen op de mogelijke toetsing op bepaalde waarderingen middels het 'proef op de som' principe: meer specifiek, welke prijzen wist PF te realiseren bij reeds gerealiseerde exits uit leningen voor 1 februari 2013 en hoe verhielden deze prijzen zich met de net exposure (stand van de netto lening) op dat moment? Uit een overzicht van exit transacties, voornamelijk uit de Non-Core portefeuille (aangezien deze uiteraard concreet gericht was op afbouw) gedurende de periode Q4 2011 tot en met Q3 2012, blijkt dat de gerealiseerde prijzen een gemiddelde afwijking kennen van 5 tot 10% van de netto stand van de bijbehorende leningen. Dit betreft een steekproef met een redelijke omvang (totale exit waarde van circa € 750 mio), hetgeen een indicatie zou kunnen zijn dat afwijkingen van meer dan 30%, zoals C&W beweert voor de NPL-portefeuille (welke voor ruim 80% bestaat uit Non-Core posities), meer dan prudent zijn. Echter, het lijkt tegelijkertijd redelijk om te veronderstellen dat met name voor de kwalitatief betere leningen al in een vroegtijdig stadium en tegen betere condities een koper gevonden kan worden. Met andere woorden: deze 'proef op de som' kent mogelijk een bias op dit vlak.

F. Samenvatting

Deskundigen achten de PF-activa (leningen en Property Projects) risicovolle leningen en investeringen, zeker rond het tijdstip van 1 februari 2013. Bovendien was de kwaliteit van de onderliggende vastgoedsoorten en de reputatie van in elk geval enkele leningnemers matig tot twijfelachtig.

Om vervolgens te komen tot een goede waardering van deze activa geldt het volgende:

- Een accountinggedreven waardering is minder waardevol, aangezien deze zich alleen richt op leningen, die reeds tot betalingsproblemen leiden. Bovendien wordt de voorziening op dergelijke leningen ook nog eens bepaald met een vaak optimistische disconteringsvoet;
- De shortfall-methode, zoals toegepast door SNSR en EY, is daarentegen een betere variant. Deze methode probeert niet alleen recht te doen aan de unieke aspecten van elke lening en bijbehorend onderpand (middels onder andere de keuze voor een bepaalde exitstrategie), maar is ook gestoeld op een meer realistisch niveau van risico reflectie in de relevante disconteringsvoet. Belangrijkste vraag hier lijkt of de gekozen exitstrategie een realistische kan zijn, dan wel te ambitieus is;
- De Real Economic Value-methode (zoals toegepast door C&W) is de beste methode, althans op papier. Haar kenmerk is om te abstraheren van bepaalde dwingende redenen voor verkoop c.q. exit, doch een lening (en haar onderpand) te waarderen op basis van een langetermijnperspectief, zonder de directe noodzaak van een verkoop. De toepassing van deze methode vraagt echter om nadere kennis van c.q. correcte toepassing van relevante inputparameters, zoals verwachte ontwikkeling van de economie, inflatie- en rentestanden, naast onroerend-goed-specifieke variabelen, zoals Loan-to-Value en debt-coverage ratio's, en uiteraard (wederom) de relevante disconteringsvoet.

De bijbehorende uitkomsten volgens deze waarderingen zijn als volgt:

Overzicht Vergelijking uitkomsten PF, EY en C&W - per situatie 30 juni 2012

€ in miljarden

		PF		Realistisch EY		Pessimistisch EY		Base C&W		Adverse C&W	
Core / PL	Bruto	3.64		3.64		3.64		5.47		5.47	
	Voorziening	0.07	1.9%	0.33	9.2%	0.63	17.4%	1.45	26.5%	1.83	33.5%
	Netto	**3.57**	**98.1%**	**3.31**	**90.8%**	**3.01**	**82.6%**	**4.02**	**73.5%**	**3.64**	**66.5%**
Non-Core / NPL	Bruto	4.90		4.88		4.88		3.05		3.05	
	Voorziening	0.67	13.7%	1.43	29.4%	1.91	39.2%	1.44	47.1%	1.76	57.8%
	Netto	**4.23**	**86.3%**	**3.45**	**70.6%**	**2.97**	**60.8%**	**1.61**	**52.9%**	**1.29**	**42.2%**
Totaal Leningen	Bruto	8.54		8.52		8.52		8.52		8.52	
	Voorziening	0.74	8.7%	1.77	20.7%	2.55	29.9%	2.89	33.9%	3.59	42.2%
	Netto	**7.80**	**91.3%**	**6.75**	**79.3%**	**5.97**	**70.1%**	**5.64**	**66.1%**	**4.93**	**57.8%**
REOs		0.52		0.47	10.4%	0.44	16.2%	0.28	46.8%	0.20	61.5%
Totaal netto		8.32		7.22		6.41		5.91		5.13	
Extra impairment (1)				1.10	13.2%	1.91	23.0%	2.41	28.9%	3.19	38.4%
waarvan op leningen					1.03		1.81		2.15		2.85
waarvan op REOs					0.05		0.08		0.24		0.32

Overzicht Vergelijking uitkomsten PF en C&W - per situatie 31 december 2012 (alleen voor leningen)

		PF (2)		Base C&W		Adverse C&W	
PL	Bruto	4.81		4.81		4.81	
	Voorziening	-	-	1.23	25.6%	1.44	30.0%
	Netto	**4.81**	**100.0%**	**3.57**	**74.4%**	**3.36**	**70.0%**
NPL	Bruto	3.02		3.02		3.02	
	Voorziening	0.83	27.4%	1.38	45.8%	1.71	56.8%
	Netto	**2.19**	**72.6%**	**1.64**	**54.2%**	**1.30**	**43.2%**
Totaal Leningen	Bruto	7.82		7.82		7.82	
	Voorziening	0.83	10.5%	2.61	33.4%	3.16	40.3%
	Netto	**7.00**	**89.5%**	**5.21**	**66.6%**	**4.67**	**59.7%**
Extra impairment					1.79		2.33
Verschil met situatie per 30 juni 2012					(0.36)		(0.52)
Na correctie voor reeds toegenomen voorziening bij PF			0.128 mrd		(0.23)		(0.40)
Extra impairment als percentage bruto leningen				22.9%		29.8%	
Verschil met situatie per 30 juni 2012				-2.4%		-3.7%	

Voetnoot

(1) Er is een marginaal verschil tussen de totale brutowaarde van de leningenportefeuille volgens de PF H1 2012 cijfers per 30 juni 2012 en het startpunt van de analyses van EY en C&W.
(2) Deze indeling naar PL en NPL kent PF niet qua boekhouding - vandaar dat dit is gebaseerd op de C&W indeling.

Op basis van alle bovenstaande kanttekeningen achten deskundigen de Base Case uitkomst van C&W het meest relevante waarderingspunt, met dien verstande dat deze schatting als duidelijk prudent is te kenmerken, om redenen bovenstaand genoemd. De keuze van het ministerie om voor de uiteindelijke impairment te kiezen voor € 2,8 mrd, die hoger is dan de Base Case waardering van C&W, zijnde het gemiddelde van de Base Case en de Adverse Case, onderschrijven deskundigen dan ook niet.

4.3 REAAL

Kort samengevat stond REAAL er rond peildatum als volgt voor:

- Verzekeraar gericht op retail- en MKB-levensverzekeringen, schadeverzekeringen en pensioenproducten;
- Indeling van verzekeringsproducten naar leven en pensioen (lang risico) versus schade (kort risico, met uitzondering van arbeidsongeschiktheidsverzekeringen). Daarnaast kunnen de producten worden ingedeeld naar eigen-risico-verzekeraar dan wel risico voor de verzekerde (zogenaamde unit linked producten), daar waar het gaat om de beleggingsopbrengsten. Kort gezegd: bij unit linked producten zijn de beleggingsopbrengsten voor rekening en risico van de polishouders en hiermee zijn deze producten dus minder risicovol voor de verzekeraar;
- Voldoende solvabiliteit van 176% vs. de vereiste 175% (Solvency 1 berekening op basis van marktwaarde assets en liabilities). Daling van 203% (per eind 2011) tot 176% kwam voornamelijk door gedaalde rente en verandering van behandeling van zgn. 'separate accounts'. Deze separate accounts zijn pensioenproducten waarbij de beleggingen worden gesepareerd voor eigen beheer door de verzekerde. De uitkering van de pensioenen blijft echter gegarandeerd door Zwitserleven, waardoor het een mengvorm is van een unit linked product, maar toch met pensioengaranties. Op aanwijzing van de DNB werden aan dit product hogere solvabiliteitseisen opgelegd, voor het eerst per eind 2012 – ook met cliënten kreeg Zwitserleven steeds meer discussie over dit specifieke product, met name als het ging om noodzakelijke bijstortingen c.q. garanties door de werkgever van de verzekerden bij daling van de dekkingsgraad van het beleggingsdepot;
- Een conservatief risico- en beleggingsbeleid gericht op afdekking van verzekeringsrisico's en niet op het behalen van extra rendement en beperkt in het mogen nemen van meer (beleggings)risico's door de nog maar net voldoende kapitaalsbasis;
- Resulterend in een relatief lage winstgevendheid;
- Goodwill van verschillende onderdelen werd afgeschreven in 2012 en op de merknaam Zwitserleven en de zogenaamde VOBA ('Value of Business Acquired') ten gevolge van slechte marktomstandigheden, toegenomen concurrentie en margeverkrapping;
- Onduidelijkheid over de omvang van woekerpolisclaims, impact van overcapaciteit op de markt en provisieverbod voor intermediairs;
- Deskundigen waarderen REAAL op basis van market-multiples en contante-waardemethode op € 1,3 mrd.

De Reaal Groep is voortgekomen uit De Centrale Arbeidersverzekerings- en Depositobank (1904) en de Coöperatieve Levensverzekeringsmaatschappij Concordia (1907). In mei 1997 fuseerden SNS Bank en REAAL, toen SNS Bank de aandelen REAAL kocht van de vakbond FNV. REAAL behoorde tot de grootste verzekeraars van Nederland. REAAL voerde levensverzekeringen, pensioenproducten en schadeverzekeringen. REAAL behoorde tot de 10 grote verzekeraars van Nederland en stond nr. 9 met een marktaandeel van 5% op basis van brutopremies. In de sectoren waar REAAL actief was, waren de marktposities als volgt: # 2 individueel leven, # 5 non-life en # 4 pensioenverzekeringen.

REAAL opereerde met de merknamen REAAL, Zwitserleven, Proteq en Route Mobiel en bediende meer dan 1 mio klanten. REAAL speelde in op marktveranderingen met nieuwe producten voor pensioenen en banksparen.

In 2007 werden twee grote aankopen gedaan:

- AXA Nederland van AXA S.A. voor € 1,75 mrd en
- Zwitserleven Nederland van Swiss Life S.A. voor € 1,5 mrd.

Dit waren grote overnames, zowel qua financiële impact (er werden onder andere nieuwe aandelen voor uitgegeven, maar met name extra schulden) als operationeel: verschillende systemen, organisaties en culturen moesten worden geïntegreerd. Kort na deze aankopen begon de financiële crisis, die de aandacht opeiste van het management.

De onderdelen ontplooiden verschillende activiteiten:

- REAAL Life (incl. AXA NL): individueel leven
- Zwitserleven: collectief leven / pensioen
- REAAL Non-life: schade

Een gedeelte van de activiteiten was voor rekening en risico van de klant (zie hieronder 'investments for account of policy holders' € 13,3 mrd) en het merendeel voor risico van REAAL (zoals gereflecteerd binnen 'investments' van € 34,8 mrd).

Zie onderstaand de balans- en winst & verlies rekeningoverzichten uit het jaarverslag 2012:

Consolidated balance sheet

Before result appropriation and in € millions	*Notes*	31-12-2012	31-12-2011
Assets			
Intangible assets	*1*	885	1,558
Property and equipment	*2*	154	171
Investments in associates	*3*	45	38
Investment properties	*4*	233	255
Investments	*5*	34,768	32,818
Investments for account of policyholders	*6*	13,265	12,443
Invested collateral securities lending	*7*	-	117
Derivatives	*8*	480	539
Deferred tax assets	*9*	940	395
Reinsurance contracts	*16*	3,185	3,426
Loans and advances to banks	*10*	452	499
Corporate income tax		-	214
Other assets	*11*	494	329
Cash and cash equivalents	*12*	1,563	1,188
Total assets		**56,464**	**53,990**
Equity and liabilities			
Share capital		-*	-*
Other reserves		3,078	3,426
Retained earnings		(149)	192
Shareholders' equity	***13***	**2,929**	**3,618**
Equity attributable to security holders	*13*	-	400
Minority interests	*13*	3	2
Total equity		**2,932**	**4,020**
Subordinated debt	*14*	1,034	1,002
Insurance contracts	*15*	42,102	38,827
Provision for employee benefits	*16*	9	363
Other provisions	*17*	36	39
Securities lending liabilities	*7*	-	120
Derivatives	*8*	80	53
Deferred tax liabilities	*9*	906	727
Other amounts due to customers	*18*	4,075	4,015
Amounts due to banks	*19*	3,745	3,154
Corporate income tax		89	312
Other liabilities	*20*	1,456	1,358
Total equity and liabilities		**56,464**	**53,990**

** The issued and paid up share capital of REAAL NV is € 238,500*

The references next to the balance sheet items relate to the notes to the consolidated balance sheet starting from paragraph 23.1

Some of the comparative figures have been restated for comparison purposes. Reference is made to the notes in subsection 16.3.4 Changes in principles, estimates and presentation for the consolidated financial statements.

Financial Information01.01.02.02.01.26 24 – Jaarverslag 2012 REAAL N.V.P...
mischoonhoven @ altfin.nl
Machiel Jansen Schoonhoven
217.105.69.127

Deskundigen hebben aan de hand van het grootboek onderstaande geconsolideerde balans per 31 januari 2013 opgesteld:

Geconsolideerde Balans van REAAL per 31-1-2013 & 31-12-2012

	31-1-2013	31-12-2012
Immateriële Vaste Activa	880	885
Materiële Vaste Activa	153	154
Geassocieerde Deelnemingen	45	45
Vastgoedbeleggingen	233	233
Beleggingen	31.450	34.768
Beleggingen voor Polishouders	12.991	13.265
Derivaten	458	480
Latente Belastingvorderingen	934	940
Herverzekeringscontracten	3.166	3.185
Hypothecaire Vorderingen op Klanten	3.062	-
Overige Vorderingen op Klanten	-	-
Vorderingen op Kredietinstellingen	431	452
Overige Belastingvorderingen	237	-
Overige Activa	530	494
Vastgoedprojecten	-	-
Kas & Kasequivalenten	1.499	1.563
Totaal Activa	**56.070**	**56.464**
Eigen Vermogen	3.038	2.929
Belang van Derden	3	3
Totaal Eigen Vermogen	**3.041**	**2.932**
Participatiecertificaten en Achtergestelde Schulden	1.018	1.034
Schuldbewijzen	-	-
Verzekeringstechnische Voorziening	41.737	42.102
Voorziening voor Personeelsverplichtingen	9	9
Overige Voorzieningen	35	36
Derivaten	81	80
Latente Belastingverplichtingen	930	906
Overige Schulden aan Klanten	3.858	4.075
Schulden aan Kredietinstellingen	3.811	3.745
Overige Belastingverplichtingen	333	89
Overige Verplichtingen	1.216	1.456
Totaal Passiva & Eigen Vermogen	**56.070**	**56.464**

15.2 Consolidated income statement

Consolidated income statement

In € millions	Notes	2012	2011
Income			
Premium income		3,455	3,696
Reinsurance premiums		223	246
Net premium income	24	3,232	3,450
Fee and commission income		88	92
Fee and commission expense		16	20
Net fee and commission income	25	72	72
Share in result of associates	26	11	(1)
Investment income	27	1,593	1,432
Investment income for account of policyholders	28	1,511	(39)
Result on financial instruments	29	13	183
Income invested collateral securities lending		5	2
Other operating income	30	-	3
Result assets and liabilities held for sale	31	-	18
Total income		6,437	5,120
Expenses			
Technical claims and benefits	32	2,958	2,624
Charges for account of policyholders	33	2,266	1,090
Acquisition costs for insurance operations	34	271	261
Staff costs	35	207	221
Depreciation and amortisation of fixed assets	1, 2	32	38
Other operating expenses	36	207	198
Impairment charges	37	475	180
Interest expense securities lending		-	1
Other interest expenses	38	162	255
Other expenses		1	-
Total expenses		6,579	4,868
Result before tax		(142)	252
Taxation	39	4	59
Net result continued operations		(146)	193
Net result discontinued operations		-	-
Net result for the period		(146)	193
Attribution:			
Net result attributable to shareholders		(149)	192
Net result attributable to security holders		-	-
Net result attributable to shareholders and security holders		(149)	192
Net result attributable to minority interests		3	1
Net result for the period		(146)	193

The references next to the income statement items relate to the notes to the consolidated income statement starting from paragraph 23.24

Some of the comparative figures have been restated for comparison purposes. Reference is made to the notes in subsection 16.3.4 Changes in principles, estimates and presentation for the consolidated financial statements.

02 Financieel Information01.01.02.02.01.26 24_Jaarverslag 2012 REAAL NV.PL
mjschoonhoven @ altfin.nl
Machiel Jansen Schoonhoven
217.105.69.127

Deskundigen hebben tevens aan de hand van het grootboek onderstaande geconsolideerde Winst- en Verliesrekening per 31 januari 2013 opgesteld:

Winst- en Verliesrekening van REAAL per 31-1-2013 & 31-12-2012

	31-1-2013	31-12-2012
Bruto Premie-inkomen	592	3.455
Herverzekeringen	(11)	(223)
Netto Premie	**581**	**3.232**
Netto Provisie en Beheervergoedingen	7	72
Aandeel in het Resultaat van Geassocieerde Deelnemingen	0	11
Resultaat Beleggingen	121	1.593
Resultaat Beleggingen RRPH incl. SA	(31)	1.511
Resultaat Derivaten	5	13
Baten uit Sec. Lending	1	5
Overige Operationele Opbrengsten	0	-
Totaal Opbrengsten	**683**	**6.437**
Technische Lasten Verzekeringscontracten	(600)	(2.958)
Technische Lasten Verzekeringscontracten RRPH	(248)	(2.266)
Acquisitiekosten Verzekeringscontracten	(26)	(271)
Technische Lasten SA	275	-
Verzekeringstechnische Lasten	**(598)**	**(5.495)**
Bijzondere Waardevermindering	1	(475)
Personeelskosten	(17)	(207)
Overige Operationele Lasten	(17)	(207)
Afschrijvingen Materiele en Immateriele Vaste Activa	(2)	(32)
Overige Rentelasten	(21)	(162)
Overige Lasten	(0)	(1)
Totaal Overige Lasten	**(57)**	**(1.084)**
Resultaat voor Belastingen	**29**	**(142)**
Belastingen	(7)	(4)
Belang van Derden	(0)	-
Nettowinst	**22**	**(146)**

NB: de inkomsten over de maand januari zijn seizoensmatig hoog, omdat veel premies in die maand worden ontvangen.

Het verlies in 2012 werd met name veroorzaakt door € 475 mio bijzondere waardevermindering, meer specifiek ruim € 270 mio op de goodwill van REAAL Leven en Schade en € 126 mio op de merknaam Zwitserleven. Daarnaast werd ook voor € 172 mio een bijzondere afschrijving op de zogenaamde VOBA ('Value of Business Acquired', zoals ontstaan na overname van AXA en Zwitserleven) gedaan, vanwege dalende rente en toegenomen levensverwachtingen, hetgeen vooral de Zwitserleven portefeuille raakte. Deze post is opgenomen onder 'Technical Claims and Benefits'.

De belangrijkste redenen voor de bijzondere afschrijvingen waren:

- een moeilijke markt bij leven- en schadeverzekeringen (REAAL) en pensioenproducten (Zwitserleven), o.a. door lage rente, langere levensverwachting, hogere kapitaalseisen en toegenomen concurrentie;
- afschaffing provisievergoeding;
- probleem bij beleggingsverzekeringen (woekerpolissen).

Per ultimo 2012 resulteerde dit in een nettoverlies van € 146 mio.

Genormaliseerd zou het resultaat van 2012 er zo hebben uitgezien:
-/- € 142 mio + € 475 mio + € 172 mio = + € 505 mio voor belasting; na belasting ongeveer + € 375 mio.

De kapitaalpositie verslechterde tot 176% solvabiliteit per eind 2012, net boven het minimum van 175% (intern en door DNB aangehouden).

Het lage risicoprofiel van de beleggingsportefeuille (€ 31,4 mrd per eind januari 2013) zou tot een lage toekomstige beleggingsopbrengst leiden. Het percentage aandelen was zeer laag (ca. 3,8%) en het vastrentende gedeelte bestond voornamelijk uit (staats-)obligaties, zonder veel exposure in de zgn. GIIPS-landen (Griekenland, Italië, Ierland, Portugal en Spanje).

De beleggingen waren als volgt verdeeld:

Beleggingen Samenstelling

	31-12/2012
Aandelen	**1,2 mrd**
Vastrentend/Overig	**30,5 mrd**
Overheden	58%
Financiële Instellingen	17%
Hypotheek gerelateerd	17%
Bedrijven	5%
Mortgage-Backed Securities	3%

Opvallend is dat aandelen een zeer klein deel van de portefeuille uitmaakten. Andere Nederlandse verzekeraars hielden rond 25% in aandelen[60]. REAAL had weinig ruimte om meer in aandelen te beleggen, vanwege de lage solvabiliteit, die risiconeming ook op dit gebied beperkte.

De marktrisico's werden dus ingedekt door weinig in aandelen te beleggen. De renterisico's werden verder door renteswaps afgedekt. Het risicobeleid bij REAAL was erop gericht deze risico's af te dekken, niet om extra rendement te maken. In de jaren voorafgaand aan 2013 werd er actief aan 'de-risking' gedaan, door renterisco's beter te dekken, exposure op GIIPS-landen te verminderen en minder in aandelen te beleggen.

De technische voorzieningen (ca. € 41 mrd) zouden toekomstige claims moeten dekken. De berekeningen waren gebaseerd op actuariële aannames over te verwachten claims (levensduur, schade). De te verwachten opbrengsten van beleggingen waren afhankelijk van aannames over o.a. de rentestand. In 2012 was de rente laag en was de verwachting dat de rente laag zou blijven.

De door REAAL in 2012 nieuw ingevoerde UFR (Ultimate Forward Rate - de rekenrente zoals aangegeven door DNB) gaf een tekort aan van € 1,6 mrd, dat kon worden opgevangen door de positieve waardereserve van de vastrentende portefeuille (t.g.v. de lage rente) van € 1,5 mrd. Het resterend tekort van € 129 mio werd als bijzondere waardevermindering geboekt (zie jaarverslag SNS REAAL 2012 blz. 86-87).

[60] Bron: Verbond van Verzekeraars.

De lage renteniveaus, waarbij bijvoorbeeld de 10-jaars rente daalde van ca. 4% gedurende 2007-2009 tot onder 2% per peildatum, zorgden voor grote uitdagingen bij REAAL, met name aan de kant van de leven- en pensioenproducten. Immers, langlopende producten, zoals Leven en Pensioenen, zijn gebaat bij hogere beleggingsopbrengsten, zeker in een competitieve omgeving zoals Nederland, waarbij goede prijsvorming zeer lastig is, vanwege de sterke concurrentie. Deze concurrentie werd ook regelmatig, ondanks economische redenen, volgehouden, vanwege het principe van de kostenallocatie. In meer technische termen, indien veel kosten worden gealloceerd aan het zogenaamde actieve boek (nieuw af te sluiten productie) in plaats van aan het reeds afgesloten (passieve) deel, dan volgen prijzen niet altijd de economisch meest verstandige weg. Het alternatief van een grotere allocatie aan het passieve boek is namelijk een stijging van de benodigde solvabiliteit. Feitelijk hopen partijen, die nieuwe levensverzekeringen tegen messcherpe prijzen blijven verkopen, dat de rente toch wel weer omhoog zal gaan. Dit is echter tot op heden uitgebleven. Deze uitdaging speelde overigens sterker bij Zwitserleven dan bij REAAL Leven.

Daarnaast leed Zwitserleven nog extra pijn, vanwege de zogenaamde Separate Accounts collectieve pensioenen. Voor dit product garandeerde Zwitserleven de pensioenuitkering, terwijl de deelnemers tegelijkertijd hun eigen beleggingen konden kiezen en beheren (tot op zekere hoogte, doch met een hoge mate van vrijheid). Bij deze Separate Accounts ontstonden dan ook meer en meer problemen; ingreep in de beleggingen van cliënten moest met enige regelmaat gebeuren, hetgeen weer nieuwe (soms ook juridische) discussies opleverde. Bovendien kende dit product een zogenaamde afkoopoptie voor de cliënt, die steeds meer waarde vertegenwoordigde vanwege de gedaalde rente. Zwitserleven had hierbij de hoop dat deze optie gelicht zou worden, waardoor haar risico in deze zou zijn begrensd, maar in de praktijk gebeurde dit veel minder frequent, zelfs als het contract met Zwitserleven niet werd verlengd. Per eind 2012 eiste toezichthouder DNB dan ook een hogere mate van solvabiliteit voor dit specifieke product, aangezien per saldo Zwitserleven hier toch meer risico liep dan in eerste instantie was aangenomen.

Ratings van REAAL door rating agencies werden in 2012 verlaagd naar:

REAAL Life	BBB
REAAL Non-Life	BBB
SRLEV	BBB

Issues voor REAAL, door verschillende partijen aangegeven in uitgevoerde due diligence onderzoeken, waren:

- Actuariële aanpassingen nodig vanwege langere levensverwachting;
- Woekerpolisrisico's; relatief lage voorziening. Een extra voorziening in de orde van € 200 mio, misschien wel oplopend tot € 600 mio, zou nodig zijn (schattingen liepen uiteen van 0 – 700 mio).

Geconstateerde issues voor de Nederlandse verzekeringsmarkt:

- Overcapaciteit
- Toekomstig provisieverbod intermediairs (aanpassing businessmodel)
- Toename (resterende) levensduurverwachting van polishouders

REAAL - Enkele Vergelijkingen met Peers in Nederland

	REAAL	Peers
Solvabiliteit	176%	ca. 250%
Combined Ratio	97.5	95
Beleggingen		
Aandelen	3.8%	ca. 25%
Obligaties/Overige	96.2%	75%

Bronnen: jaarverslagen en Verbond van Verzekeraars.

Enkele andere voor verzekeraars relevante metrics:

Technical reserves	Vereisten waren in 2012 verhoogd door de toepassing van een nieuwe rente curve, de UFR; het aldus ontstane dekkingstekort werd aangevuld door de positieve herwaarderingsreserve van de vastrentende portefeuille. Het resterende tekort van € 129 mio werd t.l.v. verlies- en winstrekening gebracht door een bijzondere waardevermindering van de VOBA (zie hierboven).
Investment profile	Laag risico en geringe upside, door weinig in aandelen te beleggen.
ROE (Return on Equity)	Negatief in 2012. Genormaliseerd over de voorgaande jaren haalde REAAL een return on equity rond 5%.
Sensitivity of capital	De mate waarin kapitaal geraakt wordt door bewegingen in rente of andere marktveranderingen. Dit wordt gemeten in zgn. Value at Risk. Die steeg van 25% (2011) naar 32%, nog ruim binnen de interne grens van 45%.

Uit deze vergelijking met andere verzekeraars komt REAAL naar voren als zijnde zwakker gekapitaliseerd, minder efficiënt en met een minder risicovolle (met minder upside) beleggingsportefeuille. Deskundigen constateren dat deze aspecten met name zijn veroorzaakt door de Zwitserleven productenportefeuille en de uitdaging van de geringe solvabiliteit, mede ingegeven door de grotere problematiek op dit vlak binnen SNSR als geheel.

Net als andere verzekeraars had REAAL last van moeilijke marktomstandigheden, zoals de lage rente en verlenging van de levensverwachting. Ook speelde bij REAAL de onzekerheid van mogelijke toekomstige verliezen als gevolg van de zgn. woekerpolissen.

Over het geheel genomen voldeed REAAL aan vereisten zoals solvabiliteit, zij het nog slechts minimaal per eind 2012.

Als observatie kan hier worden toegevoegd, dat juist deze krappe solvabiliteit, o.a. veroorzaakt door de financiering van de relatief grote overnames van AXA NL en Zwitserleven, aanleiding was geweest voor de staatssteun in 2008.

Waardering REAAL

Net als voor SNS Retail Bank hebben deskundigen ook voor REAAL een waardering per peildatum opgesteld, vanwege de mogelijke relevantie hiervan binnen de toekomstscenario's.

In 2012 zijn veel waarderingen van REAAL uitgevoerd door verschillende investment banks als adviseurs van betrokken partijen (SNSR, MinFin, DNB, NLFI en CVC). Op basis van de market-multiples-methode, gaven zij een indicatie van de waarde van REAAL. Deze kwamen uit rond de € 1,5 mrd of 0,5x materiële boekwaarde, vaak exclusief de mogelijke impact van de woekerpolis problematiek.

In de verschillende waarderingsrapporten werd een aantal punten van aandacht genoemd, waaronder:

- voorziening woekerpolis; potentiële schade werd geschat tussen 0 en € 600 mio. Gemiddeld werd ca. € 200 mio voor een extra voorziening als acceptabel gezien
- impact van nieuwe methode rekenrente met gebruik van UFR (Ultimate Forward Rate)
- solvabiliteit was met 176% lager dan de meeste peers.

Volgens deskundigen zou REAAL in een eventuele verkoop in 2013 € 1,3 mrd hebben kunnen opbrengen, hetgeen met name relevant is met het oog op het voor SNSR nader uitgewerkte faillissementsscenario; voor meer details, zie Hoofdstuk 7.

Marktbenadering

De primaire methodologie gehanteerd door de deskundigen voor de waardering van REAAL is wederom de Marktbenadering. Deze benadering is als leidend bestempeld, daar verschillende adviseurs ten tijde van het faillissement van SNSR, REAAL ook hebben gewaardeerd volgens deze benadering.

De volgende multiples zijn bepaald voor de waardering van REAAL:

- Price/Tangible Book Value ("P/TBV") multiple: Deze multiple weerspiegelt de marktkapitalisatie ten opzichte van de zogeheten *tangible book value*. Onder de definitie van de *tangible book value* valt de boekwaarde van het eigen vermogen minus de immateriële vaste activa (incl. goodwill); en
- Price/Earnings ("P/E") multiple: Deze multiple weerspiegelt de marktkapitalisatie van het bedrijf ten opzichte van het nettoresultaat over een bepaald jaar. Voor de waardering van REAAL is de verwachte P/E multiple bepaald voor 2013, gebaseerd op de consensusprojecties voor het nettoresultaat over het kalenderjaar 2013.

Om tot een conclusie te komen met betrekking tot de waarde van REAAL, zijn de uitkomsten volgens de twee verschillende multiples gelijk gewogen.

Geïdentificeerde, vergelijkbare ondernemingen

De volgende verzekeraars zijn geïdentificeerd als mogelijk vergelijkbare ondernemingen van REAAL op basis van hun activiteiten en financiële karakteristieken:

- Delta Lloyd N.V.;
- ING N.V.;
- Aegon N.V.;
- Standard Life plc;
- Ageas N.V.;
- Bâloise Holding AG;
- Helvetia Holding AG;

- Topdanmark A/S;
- Storebrand ASA; en
- April SA.

Bij de Marktbenadering is REAAL gewaardeerd op geconsolideerd niveau. Dit wil zeggen: er is eenzelfde multiple gehanteerd voor de verschillende segmenten van REAAL. Er is hiermee geen onderscheid gemaakt tussen Schade en Leven/Pensioen. Een dergelijk onderscheid is alleen mogelijk indien er vergelijkbare ondernemingen zijn die zich volledig op een enkele van deze twee activiteiten toeleggen. Deskundigen observeren, echter, dat de vergelijkbare ondernemingen beide activiteiten uitvoeren, waardoor het niet mogelijk is een onderscheid te maken tussen Schade enerzijds en Leven/Pensioen anderzijds.

Waarderingsanalyse

De multiples van alle vergelijkbare ondernemingen worden weergegeven in de onderstaande tabel.

Onderneming	Land	Markt Kap. *(EURm)*	P/E *2013E*	P/TBV *LTM*
Delta Lloyd	NLD	2,538	5.8x	1.2x
ING Groep	NLD	28,541	6.9x	0.6x
AEGON	NLD	9,573	7.7x	0.4x
Standard Life	GBR	9,491	15.0x	2.8x
Ageas	BEL	5,609	8.9x	0.7x
Bâloise Holding	CHE	3,118	8.3x	1.3x
Helvetia Holding	CHE	2,589	8.6x	1.2x
Topdanmark	DNK	2,014	12.3x	3.4x
Storebrand	NOR	1,683	6.5x	0.9x
April Société Anonyme	FRA	634	9.2x	2.8x
MEDIAAN			**8.5x**	**1.2x**
GEMIDDELDE			**8.9x**	**1.5x**

Bij het bepalen van de relevante multiples zijn Standard Life, Topdanmark en April buiten beschouwing gelaten vanwege het feit dat zij substantieel hogere P/TBV (en P/E) multiples hebben ten opzichte van de andere vergelijkbare ondernemingen. Deze observaties worden gezien als *outliers*.

Onderneming	Land	Markt Kap. *(EURm)*	P/E *2013E*	P/TBV *LTM*
Delta Lloyd	NLD	2,538	5.8x	1.2x
ING Groep	NLD	28,541	6.9x	0.6x
AEGON	NLD	9,573	7.7x	0.4x
Ageas	BEL	5,609	8.9x	0.7x
Bâloise Holding	CHE	3,118	8.3x	1.3x
Helvetia Holding	CHE	2,589	8.6x	1.2x
Storebrand	NOR	1,683	6.5x	0.9x
MEDIAAN			**7.7x**	**0.9x**
GEMIDDELDE			**7.5x**	**0.9x**

Op basis van de overige, vergelijkbare ondernemingen, is de (mediaan) P/TBV gelijk aan 0,9x en de P/E multiple gelijk aan 7,7x.

Om tot de waardebepaling te komen van REAAL hebben deskundigen het volgende geobserveerd en geconcludeerd:

- Voor de P/TBV multiple, observeren deskundigen, dat de Nederlandse vergelijkbare ondernemingen tegen een (significant) lagere P/TBV noteren dan de andere ondernemingen. Dit kan (gedeeltelijk) verklaard worden vanwege de onzekerheid m.b.t. de woekerpolisaffaire, als ook de Nederlandse omgeving van de verzekeringsmarkt, waarbij de markt al vrij verzadigd en zeer competitief was, en dit zich in lagere toekomstige winsten kon uitdrukken. Om voor de mogelijke impact van beide te corrigeren, is derhalve gekozen om een P/TBV multiple van 0,65x te hanteren voor REAAL;
- De geconcludeerde P/E multiple voor REAAL is gelijk aan 7,7x, gebaseerd op de mediaan van de gekozen vergelijkbare ondernemingen. Er is daarnaast nog een correctie van € 150 mio opgenomen om te corrigeren van de mogelijke impact van de woekerpolisaffaire, wat nog niet is opgenomen in voorzieningen per peildatum van REAAL[61].

Op basis van de P/TBV is de door deskundigen ingeschatte waarde van het eigen vermogen van REAAL gelijk aan € 1,330 mrd (in een bandbreedte van € 1,200 mrd – € 1,460 mrd). Dit is gebaseerd op een *tangible book value* van € 2,044 mrd van REAAL.

Op basis van de geconcludeerde P/E multiple is de waarde van het eigen vermogen van REAAL gelijk aan € 1,360 mrd (binnen een bandbreedte van € 1,220 mrd – € 1,500 mrd). Dit is gebaseerd op een onderliggend nettoresultaat van € 196 mio, waarbij gecorrigeerd is voor de VOBA-afschrijvingen van REAAL, nog voor aftrek (van dit nettoresultaat) van de genoemde € 150 mio correctie uit hoofde van de woekerpolis.

Op basis van de Marktbenadering schatten deskundigen de waarde van het eigen vermogen van REAAL op **€ 1,300 mrd**.

Benchmark met Overige Waarderingen en Biedingen

De uitkomst voor de waardering van het eigen vermogen van REAAL, zoals bepaald door deskundigen, ligt in lijn met de biedingen en waarderingen uitgevoerd in de periode rondom het faillissement:

- Goldman Sachs heeft REAAL in juni 2012 gewaardeerd op een bandbreedte van € 1,083 miljard tot € 1,934 mrd, inclusief een correctie van negatief € 300 mio tot negatief € 200 mio voor de woekerpolisaffaire[62];
- RBS heeft REAAL in augustus 2012 gewaardeerd op € 1,25 mrd, inclusief een aanpassing van € 150 mio voor de woekerpolisaffaire;
- Morgan Stanley heeft REAAL in januari 2013 gewaardeerd op € 1,5 mrd, inclusief een aanpassing van € 150 mio voor de woekerpolisaffaire;
- Lazard heeft REAAL in januari 2013 gewaardeerd op € 820 mio tot € 1,530 mrd, inclusief een correctie voor de woekerpolisaffaire van negatief € 600 mio tot € 250 mio;

[61] Deze correctie van € 150 mio is het netto effect van een verhoging van de voorziening met € 200 mio. De totale voorziening zou hiermee € 529 mio worden. Indien de gemiddelde P/E multiple van Nederlandse vergelijkbare ondernemingen zou worden gehanteerd (6,8x), dan zou de uiteindelijke puntschatting qua waarde eigen vermogen REAAL slechts met € 50 mio gedaald zijn.
[62] Zie o.a. ook het interview met Goldman Sachs.

- Er lagen daarnaast verschillende, indicatieve biedingen van diverse partijen. Hierbij moet wel vermeld worden dat SNS Asset Management (welke formeel valt onder de Holding) binnen de transactiescope valt van deze indicatieve biedingen. De biedingen waren:
    - Achmea heeft een indicatief bod afgegeven van € 1,0 mrd to € 1,5 mrd, exclusief enige correctie voor de woekerpolisaffaire;
    - ASR heeft een indicatief bod afgegeven van € 800 mio tot € 1,4 mrd, inclusief een aanpassing van negatief € 600 mio tot negatief € 200 mio voor de woekerpolisaffaire, lang-leven risico en de lage renteomgeving;
    - Delta Lloyd heeft een indicatief bod afgegeven van € 900 mio tot € 1,0 mrd, waarbij ervan uit is gegaan dat er geen extra voorzieningen moeten worden getroffen met betrekking tot de woekerpolisaffaire; en
    - Swiss Re heeft een indicatief bod afgegeven van € 2,3 mrd, gecorrigeerd voor de double leverage, maar exclusief overige correcties. Swiss Re heeft hierbij aangegeven dat dit bod zeer indicatief is en onder voorbehoud van significante aanpassingen op basis van de woekerpolisaffaire en overige markt- en operationele factoren.

Discounted Cash Flow Analyse

Deskundigen hebben daarnaast een Discounted Cash Flow analyse van de verzekeringsactiviteiten uitgevoerd. Deze analyse heeft als doel het toetsen van de uitkomsten op basis van de Marktbenadering. Vanwege het langlopende karakter van met name leven- en pensioenproducten is deze toets voor een verzekeraar relevant.

In deze sectie worden achtereenvolgens de algemene uitgangspunten van de analyse en de belangrijkste informatiebronnen en aannames die aan deze analyse ten grondslag liggen besproken. De sectie wordt afgesloten met de conclusie.

Algemene uitgangspunten

Bij het bepalen van de contante waarde van de verzekeringsactiviteiten is een *sum-of-the-parts* benadering gehanteerd. Hierbij zijn de verschillende segmenten van REAAL apart gewaardeerd, waarbij segment specifieke aannames zijn gehanteerd. De volgende segmenten zijn gewaardeerd:

- REAAL Individueel Leven (incl. Proteq Leven);
- Zwitserleven (incl. REAAL Pensioenen), dat zich voornamelijk op collectieve levensproducten en pensioenen focust; en
- REAAL Schade (incl. Proteq Schade).

De Discounted Cash Flow analyse is gebaseerd op het uitgangspunt dat de waarde van het eigen vermogen gelijk is aan de contante waarde van alle verwachte toekomstige kasstromen beschikbaar voor uitkering aan de eigen vermogensverschaffers. De uitkeringen aan de eigen vermogensverschaffers houden rekening met beperkingen samenhangend met het toezichtregime dat van toepassing is (e.g. solvency eisen). Op basis van informatie en verwachtingen beschikbaar per waarderingsdatum, wordt een inschatting gemaakt van de verwachte kasstromen over een bepaalde, discrete planperiode (beginnend vanaf de waarderingsdatum en strekkend over de periode waarvoor deze discrete informatie beschikbaar is). Vervolgens wordt de contante waarde van deze planperiode bepaald door de tijdens de planperiode verwachte kasstromen te verdisconteren met een vereist rendement dat het risico van de eigen vermogensverschaffers weerspiegelt. Bij deze contante waarde van de kasstromen over de planperiode wordt de zogeheten restwaarde (*'terminal value'*) opgeteld. Deze restwaarde is de contante waarde van alle verwachte kasstromen na de discrete planperiode en veronderstelt, onder andere, een continue voortzetting van de bedrijfsactiviteiten.

De waarderingsmethodiek van de verschillende segmenten van REAAL kent twee varianten:

- Voor de waardering van Reaal Individueel Leven en Zwitserleven is gebruik gemaakt van een langere prognoseperiode. Daarbij is onderscheid gemaakt tussen de waarde van de huidige portefeuille, en de waarde van de te genereren nieuwe productie. Voor de waardering van deze nieuwe productie (ook wel aangeduid met de term '*new business')*, is aangenomen dat de generatie van *new business* over de prognoseperiode afneemt, met name vanwege de negatieve waarde van de *new business*;
- Voor REAAL Schade is een kortere projectieperiode gehanteerd, waarbij ervan is uitgegaan dat de activiteiten van REAAL Schade zich eeuwigdurend zullen voortzetten (*Going Concern* aanname). Hierbij wordt verondersteld dat de activiteiten van REAAL Schade op termijn in een *steady-state* zijn (die o.a. gekarakteriseerd wordt door constante groei- en winstmarges).

De volgende informatiebronnen zijn gehanteerd voor de waardering van de segmenten van REAAL:

- Management stelt jaarlijks gedurende het vierde kwartaal een Operationeel Plan ("OP") op voor een drie-jaarsperiode. Per waarderingsdatum was het meest recent beschikbare OP derhalve opgesteld per vierde kwartaal 2012 en met een prognoseperiode voor de jaren 2013, 2014 en 2015. Hierin is inbegrepen de inschattingen van management omtrent de waarde van de *new business* (ook wel *value new business* genoemd);
- Voor de waardering van REAAL Individueel Leven en Zwitserleven, is, vanwege het lange-termijn karakter van de verzekeringspolissen, gebruik gemaakt van de inschattingen van management omtrent de uitloop van de verzekeringsportefeuille per peildatum, welke volledig gebaseerd zijn op de toekomstige kasstromen van de huidige portefeuille. Deze inschattingen zijn ook gebruikt door management in de toereikendheidstoets, waarbij getoetst wordt of de technische voorziening per peildatum toereikend is. Deze toets bevat derhalve inschattingen met betrekking tot de kasstromen die samenhangen met de bestaande verzekeringsportefeuille op peildatum (en daarmee geen kasstromen bevat die samenhangen met verlengingen van bestaande klanten of het werven van nieuwe klanten – deze worden, zoals genoemd, aangeduid als *'new business'*).

Voor de waardering van REAAL Individueel Leven en Zwitserleven zijn de volgende waarderingsaannames gemaakt:

- Op basis van de verkregen informatie van management m.b.t. de toekomstige kasstromen van de verzekeringsportefeuille per peildatum en het OP, zijn de verwachte premie-inkomsten, operationele kosten, uitkeringen, mutaties van de technische voorzieningen, belastingen en investeringen / afschrijvingen in de materiële vaste activa bepaald;
- Op basis van de beleggingsmix per einde 2012, zijn de toekomstige beleggingsinkomsten bepaald. Een groot gedeelte van de beleggingsportefeuille bestaat uit staatsobligaties (voornamelijk in Duitse en Nederlandse staatsobligaties). Tijdens de discrete projectieperiode, is er geen materiële wijziging aangenomen in de samenstelling van de beleggingsmix. Daarnaast is aangenomen dat de rente zich relatief vlak zal ontwikkelen, mede op basis van de rentetermijnstructuur;
- Bij het bepalen van de voor aandeelhouders beschikbare kasstromen, is er rekening gehouden met de vereiste solvabiliteit. Voor zowel REAAL Individueel Leven, als ook Zwitserleven, zijn deskundigen uitgegaan van een vereist solvabiliteitsniveau van 230%, waarbij verondersteld is dat enig overschot vrij uitkeerbaar is aan de aandeelhouders. De solvabiliteitsberekeningen zijn op basis van de geldende Solvency I-regelgeving opgesteld. Dit is een hoger percentage onder Solvency I dan in de praktijk door REAAL nagestreefd werd en is gekozen in het licht van de stringentere kapitaaleisen van Solvency II. Enig overschot (of tekort) op peildatum is direct meegenomen in de waardering van de segmenten;
- Voor zover balansposten, inclusief vreemd vermogenstitels, niet in de verwachte kasstromen opgenomen zijn in de contante-waarde-analyse, is een aanpassing gemaakt op de contante waarde

van de verwachte kasstromen door de boekwaarde van deze posten op de contante waarde in mindering te brengen (of in geval van activaposten is de contante waarde met de waarde van deze activaposten verhoogd).

Voor de waardering van REAAL Schade zijn de volgende aannames gehanteerd:

- Het OP is gehanteerd voor de projectieperiode 2013 – 2015. Het OP betreft projecties tot het niveau van het nettoresultaat;
- Na het OP periode, is een transitieperiode opgenomen. Hierbij is aangenomen dat de brutopremiegroei zich over een periode van 5-jaar lineair ontwikkelt richting de ingeschatte lange-termijn groeivoet van 1,5%;
- Met betrekking tot het investeringsinkomen, is aangenomen dat dit constant blijft ten opzichte van het totaal aan uitstaande beleggingen. De beleggingen groeien mee met de technische reserve.
- Voor de operationele kosten is aangenomen dat deze een constant percentage blijven ten opzichte van de brutopremies;
- Voor de technische voorziening is aangenomen dat deze, ten opzichte van de groei in het laatste jaar van het OP, lineair groeit richting de lange-termijn groeivoet van 1,5%;
- Bij het bepalen van de voor aandeelhouders beschikbare kasstromen, is er rekening gehouden met de vereiste solvabiliteit. Voor REAAL Schade zijn deskundigen uitgegaan van een vereist solvabiliteitsniveau van 300%. De solvabiliteitsberekeningen zijn op basis van de geldende Solvency I-regelgeving opgesteld. Dit is een hoger percentage onder Solvency I dan in de praktijk door SNSR nagestreefd werd en is gekozen in het licht van de stringentere kapitaaleisen van Solvency II. Enig overschot (of tekort) op peildatum zijn direct meegenomen in de waardering van de segmenten.

Discontering van de verwachte kasstromen geschiedt tegen 10%, gebaseerd op een zogenaamde cost of equity van ongeveer 11% en 15 tot 20% schuld financiering. Deze inschatting van de disconteringsvoet wordt verder onderbouwd door inschattingen voor REAAL opgesteld door beleggingsanalisten.[63]

Conclusie Discounted Cash Flow Analyse

Onderstaande tabel toont de uitkomsten van de analyse:

Uitkomsten Discounted Cash Flow Analyse REAAL N.V.

EUR in Miljoenen

	REAAL IL & Zwitserleven	REAAL Schade	REAAL N.V.
DCF Waarde	5,812	n/a	n/a
Value New Business	(30)	n/a	n/a
Totale DCF Waarde	**5,782**	**n/a**	**n/a**
Schuldcomponenten	(3,971)	n/a	**n/a**
Reële Waarde Eigen Vermogen	**1,811**	**544**	**2,355**
+/- Leverage REAAL Holding			*(1,014)*
+/- Woekerpolissen			*(150)*
Totale Correcties			**(1,164)**
Reële Waarde Eigen Vermogen (na Correcties) Onafgerond			1,191
Reële Waarde Eigen Vermogen (na Correcties)			**1,200**

[63] Onder andere ING, Deutsche Bank en RBS.

Op basis van deze analyse schatten deskundigen de waarde van REAAL Individueel Leven en Zwitserleven op € 5,8 mrd. Hierbij is de waarde van REAAL Individueel Leven positief, terwijl de waarde van Zwitserleven negatief is. De negatieve waarde van Zwitserleven wordt gedreven door de *unit-linked* activiteiten, specifiek de *separate accounts* portefeuille.

Bij deze uitkomsten merken deskundigen op dat de *value new business* voor Zwitserleven negatief is en dit niet volledig gecompenseerd wordt door de positieve waarde van de *value new business* van REAAL Individueel Leven, waardoor de totale waarde van de *new business* gelijk is aan negatief € 30 mio. Na de correctie voor de schuldcomponenten, incl. achtergestelde schulden, is de waarde van het eigen vermogen gelijk aan circa € 1,8 mrd.

De waarde van REAAL Schade is gelijk aan € 544 mio. Ter vergelijking: CVC bracht in mei 2012 nog een bieding op het schadebedrijf uit van € 625 mio, waarbij ook een relatief groot deel te verklaren was door de extra solvabiliteit binnen dit onderdeel van REAAL.

Tot slot zijn er nog correcties opgenomen ten behoeve van de volgende zaken:

- De double leverage, waarbij schulden in de (REAAL) holding zijn gebruikt voor de financiering van het eigen vermogen van REAAL, is gelijk aan € 1,014 mrd;
- Voor de woekerpolisaffaire is een additionele (netto) correctie van € 150 mio opgenomen, aangezien deskundigen van mening zijn dat de voorzieningen per peildatum van REAAL niet voldoende waren.

Voor de DCF Analyse concluderen deskundigen daarmee dat de waarde van het eigen vermogen van REAAL, inclusief correcties, ongeveer € 1,2 mrd bedraagt. Deze waarde ligt binnen de bandbreedte van de Marktbenadering, zij het wat meer richting de onderkant.

Gezien de Marktbenadering de primaire waarderingsmethodiek is, schatten deskundigen de waarde van het eigen vermogen van REAAL op **€ 1,300 mrd**.

Mogelijke impact van saldocompensatiestelsel op de waarde van REAAL: zie hiervoor Hoofdstuk 4 p. 124 e.v. en H10 p.10.1.3. Deskundigen concluderen dat het saldocompensatiestelsel geen invloed heeft op de waarde van REAAL op peildatum. Het saldocompensatiestelsel, dat sinds de jaren ’90 bestond, maar waarover onvoldoende was gerapporteerd, heeft eind 2013 tot aanpassingen geleid, die op peildatum niet te voorzien waren, ook met kennis van het saldocompensatiestelsel. DNB gaf op 31/1/2013 in haar Kapitaal- & Liquiditeitsinjectiebrief aan MinFin aan dat REAAL adequaat was gekapitaliseerd. CVC en PWC als adviseur kende het saldocompensatiestelsel en hebben in hun DD-rapport van 30/1/2013[64] geen aanpassingen op de waarde van REAAL gemaakt. Ook een curator zou in een faillissementsscenario (faillissement van SNSR en SNSB) er vanuit zijn gegaan dat er geen waardeaanpassing op REAAL gemaakt zou worden door potentiële kopers (waarbij CVC als logische kandidaat-koper zou gelden).

4.4 SNS Reaal

Hieronder komen aan de orde:

- Balans en winst- en verliesrekening van SNSR
- Double Leverage

[64] Het DD rapport ‘project Eiffel’ d.d. 30/1/2013 dat PWC voor CVC heeft opgesteld hebben deskundigen ter inzage gekregen; vooralsnog is er geen goedkeuring dit stuk in de dataroom op te nemen.

- Saldocompensatieregeling tussen SNSR, SNS Bank en (onderdelen van) REAAL
- Afgegeven garanties, zgn. 403-verklaringen
- Bedrijfsactiviteiten in SNSR, n.l. SNS Asset Management en SNS Beleggingsfondsen Beheer

Kort samengevat functioneerde SNSR als holding voor een aantal deelnemingen, waarvan de twee belangrijkste deelnemingen SNS Bank en REAAL zijn.

Het belangrijkste actief van de holdingbalans betrof dan ook de aandelenbelangen in de verschillende vennootschappen behorend tot de groep, met als grootste deelnames SNS Bank N.V. (€ 1,3 mrd per ultimo 2012) en REAAL N.V. (€ 2,9 mrd per ultimo 2012).

€ 666 mio betrof verder vorderingen van de holding op groepsmaatschappijen, waaronder met name SNS Bank (€ 159 mio) en REAAL (€ 466 mio). Hiertegenover stonden ca. € 827 mio aan schulden aan groepsmaatschappijen, waaronder met name SNS Bank (€ 157 mio) en REAAL (€ 672 mio).

Het vermogen toe te schrijven aan houders van CT-1 securities bedroeg € 987 mio (de Nederlandse Staat en StBSR).

De achtergestelde schulden bedroegen ultimo 2012 in totaal € 391 mio, terwijl de concurrente schuldbewijzen (EMTN's) € 421 mio bedroegen. Van de laatste zou in het voorjaar van 2013 grofweg € 300 mio moeten worden afgelost.

Voor het overige wordt verwezen naar onderstaande enkelvoudige balans- en winst & verliesoverzichten uit het Jaarverslag 2012 alsmede naar de door deskundigen aan de hand van het grootboek opgestelde balans en winst en verlies overzicht per 31 januari 2013.

31 Enkelvoudige jaarrekening

31.1 Enkelvoudige balans

Enkelvoudige balans

Voor resultaatverdeling en in miljoenen euro's	*Toelichting*	2012	2011
Activa			
Immateriële vaste activa		17	17
Materiële vaste activa		21	21
Deelnemingen in groepsmaatschappijen	1	4.268	5.860
Vorderingen op groepsmaatschappijen	2	666	716
Beleggingen	3	32	48
Derivaten		--	--
Uitgestelde belastingvorderingen		60	35
Vorderingen op klanten		14	14
Vorderingen op banken		--	--
Vennootschapsbelasting		68	70
Overige activa		84	6
Kas en kasequivalenten		1	--
Totaal activa		**5.231**	**6.787**
Passiva			
Geplaatst aandelenkapitaal		469	469
Agioreserve		1.363	1.363
Wettelijke reserve deelnemingen		313	1.388
Overige wettelijke reserve		49	162
Overige reserves		1.141	614
Onverdeeld resultaat		-972	114
Eigen vermogen toe te schrijven aan aandeelhouders	4	**2.363**	**4.110**
Eigen vermogen toe te schrijven aan houders van securities	4	987	979
Achtergestelde schulden	5	391	604
Aansprakelijk vermogen		**3.741**	**5.693**
Schuldbewijzen	6	421	302
Voorziening voor personeelsverplichtingen		96	77
Overige voorzieningen		11	10
Derivaten		--	2
Overige schulden aan klanten	7	30	30
Schulden aan banken		--	1
Overige verplichtingen	8	932	672
Totaal passiva		**5.231**	**6.787**

Enkelvoudige Balans van SNS REAAL Holding per 31-01-2013 & 31-12-2012

	31-1-2013[1]	31-12-2012
Immateriële Vaste Activa	17	17
Materiële Vaste Activa	23	21
Geassocieerde Deelnemingen	4.382	4.266
Beleggingen	33	32
Latente Belastingvorderingen	83	61
Vorderingen op Klanten	15	14
Vorderingen op SNS Bank	123	162
Vorderingen op REAAL	466	466
Vorderingen op Overige Groepsmaatschappijen	41	41
Overige Belastingvorderingen	70	68
Overige Activa	84	84
Vastgoedprojecten	-	-
Kas & Kasequivalenten	1	1
Totaal Activa	**5.339**	**5.231**
Eigen Vermogen toe te schrijven aan Aandeelhouders	2.389	2.363
Eigen Vermogen toe te schrijven aan Securities	987	987
Belang van Derden	-	-
Totaal Eigen Vermogen	**3.376**	**3.349**
Participatiecertificaten en Achtergestelde Schulden	388	391
Schuldbewijzen	419	421
Overige Schulden aan Klanten	30	30
Schulden aan SNS Bank	157	157
Schulden aan REAAL	672	672
Schulden aan Overige Groepsmaatschappijen	(2)	(2)
Voorziening voor Personeelsverplichtingen	183	97
Overige Voorzieningen	11	11
Overige Verplichtingen	105	105
Totaal Passiva & Eigen Vermogen	**5.339**	**5.231**

Notities

(1) Op basis van het grootboek, is het niet mogelijk om alle intercompany verhoudingen af te leiden per 31 januari, 2013. Daardoor is verondersteld dat sommige intercompany posities constant zijn gebleven.

31.2 Enkelvoudige winst- en verliesrekening

Enkelvoudige winst- en verliesrekening

In miljoenen euro's	2012	2011
Resultaat groepsmaatschappijen na belasting	-843	235
Overige resultaten na belasting	-129	-121
Netto resultaat over de periode	**-972**	**114**

Enkelvoudige Winst- en Verliesrekening van SNS REAAL Holding per 31-01-2013 & 31-12-2012

	31-1-2013[1]	31-12-2012
Aandeel Resultaat Groepsdeelnemingen	20	(843)
Overige Resultaten na Belasting	(8)	(129)
Netto Resultaat	**12**	**(972)**

Er zijn geen opmerkelijke wijzigingen in balansposten of in de winst- en verliesrekening tussen eind 2012 en januari 2013, behalve uiteraard de sterk negatieve resultaten van de groepsdeelnemingen over 2012, zoals reeds toegelicht. Bovendien dient nog vermeld te worden dat het resultaat van de holding zelf gedreven

wordt door de activiteiten van SNS Asset Management met name, in combinatie met extra operationele kosten van de holding van ca. € 100 mio, met name personeelskosten.

In Hoofdstuk 7.13 hebben deskundigen de onderscheidene balansposten van SNSR nader toegelicht.

Onderstaand een overzicht van de Double Leverage op de holdingbalans, welke aangeeft hoeveel vreemd vermogen, aangetrokken door de holding, werd doorgegeven als aandelenkapitaal aan de groepsmaatschappijen.

Double Leverage Berekening 2012 en 2011

	2012	2011
A. Deelneming Groepsmaatschappijen	4,268	5,860
B. Eigen Vermogen Aandeelhouders	2,363	4,110
C. Eigen Vermogen CT1 Securities	987	979
Double Leverage = A/(B+C)	127%	115%
Double Leverage in € miljoenen	918	471

SNSR had als doel om de Double Leverage < 115% te houden. Die limiet werd in 2012 echter ruim overschreden met € 361 mio. Voor een beter begrip van dit relevante financieringsconcept lichten deskundigen de Double Leverage nader toe.

Double Leverage

Leverage is het gebruik van geleend geld (vreemd vermogen) om het verwachte rendement van het eigen vermogen te verhogen (in het Nederlands ook wel 'hefboomeffect' genoemd).

Van Double Leverage is sprake als een moedermaatschappij (holding) vreemd vermogen aantrekt en dit vreemd vermogen gebruikt om een dochtermaatschappij te financieren (in de vorm van (additioneel) eigen vermogen). Op de balans van de dochtermaatschappij staat dan eigen vermogen, maar dat is feitelijk gefinancierd met vreemd vermogen. Binnen Nederlandse zogenaamde bancassurance ondernemingen is een dergelijke vorm van holding financiering niet ongebruikelijk.

Ter verdere illustratie kan het volgende voorbeeld dienen. Een moedermaatschappij (Holding) gefinancierd met enkel eigen vermogen (E) houdt de aandelen van een dochtermaatschappij (Sub = E dochtermaatschappij). De dochtermaatschappij is naast eigen vermogen tevens gefinancierd met vreemd vermogen (D):

Holding (enkelvoudig)

Sub	200	E	200
		D	0
	200		200
Solvabiliteit			100%

Dochtermaatschappij

A	300	E	200
		D	100
	300		300
Solvabiliteit			67%

Geconsolideerd

A	300	E	200
		D	100
	300		300
Solvabiliteit			67%
Double leverage			0

Vervolgens trekt de Holding 100 vreemd vermogen aan, dat wordt aangewend ter financiering van de dochtermaatschappij in de vorm van additioneel eigen vermogen. De deelneming in de dochtermaatschappij zal daarmee met 100 toenemen op de Holding balans.

Resultaat is dat de solvabiliteit van de dochtermaatschappij is toegenomen (van 67% naar 75%), maar dat de solvabiliteit op geconsolideerd niveau is afgenomen (van 67% naar 50%). Op geconsolideerd niveau bedraagt de Double Leverage nu 100 (deelneming Sub op Holding niveau van 300 -/- eigen vermogen op geconsolideerd niveau van 200):

Holding (enkelvoudig)			
Sub	300	E	200
		D	100
	300		300
Solvabiliteit			67%

Dochtermaatschappij			
A	300	E	300
C	100	D	100
	400		400
Solvabiliteit			75%

Geconsolideerd			
A	300	E	200
C	100	D	200
	400		400
Solvabiliteit			50%
Double leverage			100
			150%

Tenslotte kan de dochtermaatschappij de kasmiddelen (C), zoals op deze wijze verkregen van de Holding aanwenden, om de schuld in de dochtermaatschappij af te lossen. Dit leidt tot een verdere stijging van de solvabiliteit van de dochtermaatschappij naar 100%. Daarnaast is op geconsolideerd niveau de solvabiliteit weer terug op het niveau van de uitgangssituatie (67%).

Holding (enkelvoudig)			
Sub	300	E	200
		D	100
	300		300
Solvabiliteit			67%

Dochtermaatschappij			
A	300	E	300
C	0	D	0
	300		300
Solvabiliteit			100%

Geconsolideerd			
A	300	E	200
C	0	D	100
	300		300
Solvabiliteit			67%
Double leverage			100
			150%

In het geval van SNSR heeft zich dit als volgt gemanifesteerd (o.b.v. jaarrekening 2012, omdat betreffende informatie op peildatum niet volledig voorhanden is).

De Double Leverage manifesteerde zich zowel op het niveau van de verzekeraar (REAAL, binnen de REAAL Holding) alsook op het niveau van de holding SNSR.

Op het niveau van REAAL zag de balans er als volgt uit:

	REAAL (enkelvoudig)	
[A]	Deelnemingen groepsmaatschappijen	3,943
	Lening aan SNS REAAL	651
	Vorderingen deelnemingen	310
	Overige activa	417
	Totaal activa	**5,321**
[B]	Eigen vermogen	2,929
	Achtergestelde lening SNS REAAL	357
	Lening SRLEV	651
	Bankschuld SNS Bank	748
	Schulden aan deelnemingen	237
	Overige passiva	399
	Totaal passiva	**5,321**
	Double leverage op REAAL niveau [A] -[B]	1,014
	[A] / [B]	135%

Het eigen vermogen van REAAL bedroeg € 2,929 mrd ten opzichte van de waarde van de deelnemingen in groepsmaatschappijen (Leven en Schade) van € 3,943 mrd. De Double Leverage, het deel van de deelnemingen dat niet werd gedekt door het eigen vermogen van REAAL, bedroeg daarmee € 1,014 mrd.

REAAL had haar deelnemingen in groepsmaatschappijen medegefinancierd met de ontvangen achtergestelde lening van SNSR (€ 357 mio) en de ontvangen lening van SNS Bank (€ 748 mio). De ontvangen lening van SRLEV (€ 651 mio) werd doorgezet als uitstaande lening aan SNSR.

Op holding niveau (SNSR) zag de balans er als volgt uit:

	SNS REAAL (enkelvoudig)		
	SNS Bank	1,341	
	REAAL	2,929	
	Overig	(2)	
[C]	Deelnemingen groepsmaatschappijen		4,268
	Vorderingen SNS Bank		159
	Vorderingen REAAL		466
	Vorderingen Overige groepsmaatschappijen		41
	Overige activa		297
	Totaal activa		**5,231**
	Eigen vermogen	2,363	
	Securities Capital (CT1 Staat en Stichting)	987	
[D]			3,350
	Achtergestelde schulden		391
	Schuldbewijzen		421
	Overige schulden klanten		30
	Schulden SNS Bank		157
	Schulden REAAL		672
	Schulden Overige groepsmaatschappijen		(2)
	Overige passiva		212
	Totaal passiva		**5,231**
	Double leverage op SNS REAAL niveau [C] -[D]		918
	[C] / [D]		127%

Het eigen vermogen van SNSR bedroeg € 3,350 mrd ten opzichte van de waarde van de deelnemingen in groepsmaatschappijen (Bank, Verzekeringsactiviteiten en Overig) van € 3,943 mrd. De Double Leverage, het deel van de deelnemingen dat niet werd gedekt door het eigen vermogen van SNSR, bedroeg daarmee € 918 mio.

SNSR had haar deelnemingen in groepsmaatschappijen dus medegefinancierd met de ontvangen achtergestelde leningen, schuldbewijzen en ontvangen lening van REAAL.

De actuele Double Leverage ultimo 2012 werd door DNB en SNSR zelf te hoog bevonden. SNSR streefde naar een norm Double Leverage van maximaal 115% (zoals aangegeven in haar jaarrekening), welke gelijk was aan het door DNB gehanteerde maximum. Op basis van deze norm zou de Double Leverage maximaal € 557 mio mogen bedragen (€ 361 mio lager dan per ultimo 2012 het geval was).

Naast de Double Leverage problematiek willen deskundigen ook nog aandacht geven aan de zogenaamde saldocompensatieregeling. Deze regeling belicht een ander aspect van de intercompany financiering binnen SNSR.

Saldocompensatieregeling

PwC heeft op 26 mei 2016 een onderzoeksrapport geproduceerd waarin het zgn. saldocompensatiestelsel tussen SNS Bank, REAAL en SNSR Holding nader werd geschetst. In 2013 werd ontdekt dat er een regeling bestond, al sinds de jaren '90, waarbij tussen SNS Bank en SRLEV (de juridische entiteit die alle leven- en pensioenactiviteiten van REAAL omvatte) een rekening-courant-verhouding bestond. SRLEV had uit dezen hoofde een vordering van ca. € 800 mio op SNS Bank. SRLEV had voor een lening van SNS Bank aan REAAL ten belope van ca. € 700 mio haar rekening-courantsaldo tot zekerheid verpand aan SNS Bank. Hierdoor kon, volgens DNB, SRLEV niet vrij beschikken over het rekeningcourantsaldo, reden waarom het regulatory kapitaal met ca. € 700 mio zou moeten worden verminderd. Toegepast in januari 2013 zou dit hebben geleid tot een grotere Double Leverage bij REAAL.[65]

Solvabiliteit en saldocompensatiestelsel

Ultimo 2012 bestonden de volgende verwevenheden tussen REAAL en de overige onderdelen van SNSR:

1. REAAL had een achtergestelde lening van € 357 mio ontvangen van SNSR
2. REAAL had een lening van € 651 mio ontvangen van SRLEV, die is doorgezet als lening aan SNSR
3. REAAL had een schuld van € 748 mio aan SNS Bank (debet)
4. SRLEV had een vordering van € 779 mio op SNS Bank (credit)

	REAAL (enkelvoudig) 2012	
[A]	Deelnemingen groepsmaatschappijen	3,943
	Lening aan SNS REAAL	651
	Vorderingen deelnemingen	310
	Overige activa	417
	Totaal activa	**5,321**
[B]	Eigen vermogen	2,929
	Achtergestelde lening SNS REAAL	357
	Lening SRLEV	651
	Bankschuld SNS Bank	748
	Schulden aan deelnemingen	237
	Overige passiva	399
	Totaal passiva	**5,321**
	Double leverage op REAAL niveau [A] -[B]	1,014
	[A] / [B]	135%

[65] Bron: draft rapport 'Saldocompensatieregeling' van PwC.

De schuld van REAAL aan SNS Bank (genoemd onder 3.) betrof een rekening-courantschuld. Deze RC-positie maakte samen met de leningen van SRLEV-onderdeel uit van het saldocompensatiestelsel. Alle bankrekeningen binnen het stelsel met een creditsaldo waren verpand aan SNS Bank als zekerheid voor SNS Bank voor de debetsaldi. Dit betekent dat de creditsaldi van SRLEV tot zekerheid van SNS Bank dienden voor de debetsaldi die SRLEV's moedermaatschappij REAAL bij SNS Bank aanhield. Dit leidt tot de volgende observaties:

- Een significant deel van de investering in deelnemingen van REAAL werd gefinancierd door een negatief banksaldo van REAAL bij SNS Bank;
- Samen met SRLEV beschikte REAAL over een kredietlimiet van € 50 mio bij SNS Bank. Zonder het creditsaldo van € 779 mio dat SRLEV aanhield zou het voor REAAL niet mogelijk zijn geweest een bankschuld met een omvang van € 748 mio aan te houden binnen het compensatiestelsel. Anders gezegd: indirect financierde SRLEV (zelf) via het stelsel de investering van REAAL in SRLEV;
- Bovendien gold voor SRLEV dat het door haar aangehouden banksaldo bij SNS Bank als zekerheid is gegeven ten behoeve van een schuld van REAAL bij SNS Bank. Dit betekent dat dit actief niet langer kon dienen tot zekerheid van de nakoming van de verplichtingen van SRLEV aan haar verzekerden. Door de verpanding had de lening niet meegenomen mogen worden in de berekening van de solvabiliteit van SRLEV.

Voor REAAL gold dat de vordering van SRLEV op SNS Bank en de schuld van REAAL aan SNS Bank in de consolidatie van REAAL werden gesaldeerd. Hierdoor was (per saldo) in de geconsolideerde cijfers van REAAL geen sprake van verpanding van creditsaldi. Daarom was een correctie op de berekening van de solvabiliteit niet van toepassing op de geconsolideerde cijfers van REAAL. Hetzelfde gold voor de geconsolideerde cijfers van SNSR.

Voor de verpandingsproblematiek is binnen het concern SNSR de volgende oplossing gerealiseerd (eind december 2013):

- Tussen SNS Bank enerzijds en SRLEV, REAAL en REAAL Schade anderzijds werd de verpanding opgeheven en werden de rekeningen van andere partijen dan SRLEV uit het stelsel geschrapt. Zo bleef een saldocompensatiestelsel over waarin uitsluitend rekeningen van SRLEV waren opgenomen, zonder kredietlimiet en zonder verpanding;
- SNSR heeft een kapitaalstorting aan REAAL van € 250 mio in contanten gedaan;
- REAAL Schade heeft een dividend van € 250 mio aan REAAL uitgekeerd;
- SNS Bank heeft een lening van € 250 mio aan REAAL verstrekt.

Op basis van de genoemde maatregelen was REAAL in staat de lening van € 748 mio binnen het stelsel terug te betalen aan SNS Bank.

Door de gekozen oplossing was per jaareinde 2013 de vordering van SRLEV op SNS Bank niet langer verpand en hoefde daarmee niet langer in mindering gebracht te worden bij de berekening van de solvabiliteit van SRLEV.

In de jaarrekening 2013 van SNSR werd hierover het volgende opgenomen (pagina 95):

"In de tweede helft van 2013 is ook een aantal maatregelen genomen om de kapitaalpositie van de verzekeringsactiviteiten (REAAL N.V.) te versterken en de onderlinge afhankelijkheid tussen SNS BANK N.V. en REAAL N.V. af te bouwen. De maatregelen zijn in lijn met de verplichting om de financiële banden tussen de bank en de verzekeraar geleidelijk op te heffen en zijn goedgekeurd door De Nederlandsche Bank. Alle maatregelen hebben betrekking op een herallocatie van beschikbaar kapitaal en funding binnen

SNS REAAL. De maatregelen omvatten een vermindering van de exposure van SNS Bank N.V. op REAAL N.V. naar EUR 250 miljoen, een extra kapitaalstorting van SNS REAAL in REAAL N.V. van EUR 250 miljoen en een dividenduitkering van REAAL Schadeverzekeraar aan REAAL N.V. van EUR 250 miljoen. De exposure van SNS Bank N.V. op REAAL N.V. krijgt een hogere risicoweging toegekend en de exposure op SNS REAAL zal volledig van het kapitaal van SNS Bank worden afgetrokken"

Op pagina 96 en 97 van dezelfde jaarrekening wordt over de kapitalisatie van de verzekeringsactiviteiten nog het volgende vermeld:

".....De negatieve factoren werden grotendeels gecompenseerd door een kapitaalstorting van EUR 250m van SNS REAAL en door de conversie in agio van EUR 150m aan achtergestelde schuld uitgeven door REAAL N.V. aan SNS REAAL N.V. Deze achtergestelde was niet opgenomen in het beschikbare kapitaal van de verzekeringsactiviteiten omdat het totale bedrag aan achtergestelde schulden de DNB-maxima overschreed."

De conversie in agio lijkt daarmee los te staan van de saldocompensatiestelsel problematiek.

"De kapitaalinjectie, de conversie van achtergestelde schulden en een dividendbetaling van EUR 250m door REAAL Schadeverzekeringen N.V. hebben gezorgd voor een afname van de double leverage op het niveau van Reaal N.V. van 135% (EUR 1013m) ultimo 2012 naar 122% (EUR 566m) ultimo 2013."

In de brief d.d. 16 februari 2015 van MinFin aan de Tweede Kamer betreffende de voorwaardelijke verkoop REAAL staat op pagina 7:

".....Vanwege bovengenoemde negatieve ontwikkelingen van de solvabiliteit heeft in het vierde kwartaal van 2013 op verzoek van DNB een interne versterking van de solvabiliteits- en liquiditeitspositie van de balans van REAAL N.V. plaatsgevonden. Verschillende entiteiten binnen de groep hebben daartoe middelen beschikbaar gesteld voor REAAL N.V. (o.a. SNS Bank en REAAL Schadeverzekeringen N.V.). Ook de holding SNS REAAL, heeft toen - zoals reeds gemeld in de kamerbrief van 18 december 2013 - EUR 250 miljoen ter beschikking gesteld aan REAAL N.V. vanuit de tijdens de nationalisatie ontvangen kapitaalinjectie van EUR 300 miljoen in de Holding. Deze diende om het belang van de Staat als aandeelhouder te waarborgen omdat de verbeterde solvabiliteit in principe een gunstig effect heeft op de verkoop van REAAL N.V."

Hier wordt aangegeven dat de kapitaalstorting is gefinancierd uit de kapitaalinjectie van de Staat in de Holding.

Onderstaand de enkelvoudige jaarrekening 2013 REAAL, met daarin de verwerking van de getroffen maatregelen:

REAAL (enkelvoudig)

		2012	2013
[A]	Deelnemingen groepsmaatschappijen	3,943	3,154
	Lening aan SNS REAAL	651	0
	Vorderingen deelnemingen	310	281
	Overige activa	417	137
	Totaal activa	**5,321**	**3,572**
[B]	Eigen vermogen	2,929	2,588
	Achtergestelde lening SNS REAAL	357	207
	Lening SRLEV	651	0
	Bankschuld SNS Bank	748	250
	Schulden aan deelnemingen	237	0
	Overige passiva	399	527
	Totaal passiva	**5,321**	**3,572**
	Double leverage op REAAL niveau [A] -[B]	1,014	566
	[A] / [B]	135%	122%

Eigen vermogen	
Eigen vermogen (begin stand)	2,929
Accounting aanpassingen (statutory reserves)	(116)
Resultaat deelnemingen	(625)
Kapitaalstorting	250
Conversie achtergestelde lening	150
Eigen vermogen (eind stand)	2,588

In 2013 is een correctie doorgevoerd, met toestemming van DNB. Geen van de betrokken partijen heeft aangegeven schade te hebben geleden (aldus eerdergenoemd PwC rapport).

Hieronder wordt bekeken wat de impact van de saldocompensatieregeling zou zijn geweest in het hierna te behandelen CVC-scenario (Hoofdstuk 6) en faillissementsscenario (Hoofdstuk 7), vooral met het oog op de waardering van REAAL.

Die impact komt erop neer dat in het CVC-scenario geen wijziging in de waardering van REAAL nodig was, omdat het saldocompensatiestelsel bij CVC bekend was en in hun berekeningen dus meegenomen zou moeten zijn, blijkens het onlangs door deskundigen ontvangen due diligence-rapport Project Eiffel van PwC, d.d. 30/1/2013[66].

Ook in het faillissementsscenario zou de waarde van REAAL ongewijzigd blijven. Deskundigen gaan ervan uit dat een curator over dezelfde informatie als CVC zou hebben beschikt, en dus ook het saldocompensatiestelsel zou hebben gekend; ook nu zou verwacht mogen worden dat potentiële kopers met dezelfde bevindingen zouden zijn gekomen als CVC. Bovendien had DNB op peildatum niet aangegeven dat het saldocompensatiestelsel zou moeten worden aangepast, ook niet dat er mogelijk een kapitaaltekort zou zijn of kunnen ontstaan (zie o.a. Kapitaal- & Liquiditeitsinjectiebrief van DNB aan MinFin d.d. 31/1/2013). Ook voor een eventuele latere verkoop van REAAL in een faillissementsscenario (zie verder Hoofdstuk 7) kon vanuit het perspectief op het moment van peildatum niet verwacht worden dat een koper een afslag zou

[66] Het due diligence rapport 'project Eiffel' d.d. 30/1/2013 dat PwC voor CVC heeft opgesteld hebben deskundigen ter inzage gekregen; vooralsnog is er geen goedkeuring dit stuk in de dataroom op te nemen.

berekenen ten gevolge van het saldocompensatiestelsel en uit dien hoofde een mogelijk kapitaaltekort bij REAAL of bij één van de dochters.

Los van de effecten van het saldocompensatiestelsel, geeft het due diligence-rapport van PwC ten behoeve van CVC aan dat er ruimte is om een aantal onderdelen van REAAL te verkopen, ook in de markt rond peildatum, die kapitaalvrijval zou opleveren. Daarnaast zou een zogenaamde 'closed book' strategie ten aanzien van SRLeven (geen nieuwe polissen meer verkopen en het bestaande boek efficiënt uitmanagen) kapitaal vrijval kunnen opleveren, vanwege de lagere bijbehorende solvabiliteitseisen. Bij elkaar zou dit, volgens CVC/PwC, een ruim bedrag (€ 2,1 mrd) aan kapitaal kunnen vrijspelen.

Wat wisten partijen rond peildatum van het saldocompensatiestelsel en een eventueel gevolg voor kapitaal? Opgemerkt kan worden dat in de jaren voorafgaand aan peildatum over de saldocompensatieregeling onvolledig, niet-transparant en summier is gerapporteerd, zowel intern, als extern. Onder andere is in zogenaamde Wft-staten rapportage aan DNB niet aangegeven dat het r/c tegoed van SRLev verpand was of niet vrijelijk beschikbaar. Pas in de loop van 2013, na de nationalisatie, is op aandringen van DNB het saldocompensatiestelsel aangepast, omdat op basis van een nieuw door DNB uitgebracht zogenaamd normenkader (op 23 september 2013, zie p. 125 PwC-rapport) het door SRLev aan SNSB verpandde r/c tegoed 'beklemd' was (niet vrijelijk beschikbaar) en daardoor niet meegerekend kon worden als kapitaal voor de berekening van de solvabiliteit van SRLev, dat daardoor onder het vereiste niveau was geraakt.

Besloten werd (rond juni 2013) door SNSR, in overeenstemming met DNB en met goedvinden van MinFin (die toen eigenaar van SNSR was) en KPMG om geen aanpassingen te maken in de verslaggeving per 31/12/2012. De overwegingen om de verslaggeving niet aan te passen laten zien dat geenszins duidelijk was of en hoe groot een kapitaaltekort bij SRLev was c.q. zou zijn. Op 31/1/13 waren alle details van het saldocompensatiestelsel bekend, in ieder geval bij DNB (zoals vastgesteld door PwC in haar rapport over de saldocompensatieregeling); DNB heeft toen geen aanpassing van het saldocompensatiestelsel of aanpassing van de verslaggeving gevraagd of geëist. Ook op 4 juni 2013 toen de definitieve cijfers 2012 werden gepubliceerd is door DNB niet aangedrongen op aanpassingen.

Uit verschillende bronnen blijkt dat over toepassing van het 'normenkader' van DNB onduidelijkheid bestond (het normenkader geeft aan wat als kapitaal meetelt voor de solvabiliteitsberekening en de grootte van de vereiste solvabiliteit - zie o.a. p. 153 PwC-rapport waar KPMG dit stelt). Omdat die onduidelijkheid bestond, zowel over wat als kapitaal mee mocht tellen, als over de vereiste hoogte van de solvabiliteit, is DNB er mee akkoord gegaan dat de verslaggeving over 2012 niet hoefde te worden aangepast. Pas in de loop van 2013 (september) heeft DNB een nieuw normenkader uitgebracht en daar duidelijkheid over verschaft en is er geëist dat aanpassingen werden gemaakt bij REAAL en de SNSR-groep. In de op 31/1/2013 gedateerde Kapitaal- en Liquiditeitsinjectiebrief aan MinFin heeft DNB echter aangegeven dat REAAL adequaat was gekapitaliseerd.

Uit bovenstaande blijkt dat op peildatum, ondanks dat verondersteld kan worden dat de feiten van de saldocompensatie bekend waren (en die waren bekend, bij DNB, SNSR, KPMG, CVC en PwC), het op dat moment niet te voorspellen was geweest of er sprake was van een daadwerkelijk kapitaaltekort en dus ook niet of er een aanpassing/bijstorting nodig zou zijn geweest. Deze constatering is van belang voor de vraag of in een 'going-concern' situatie eventuele kopers rekening hadden moeten houden met een extra kapitaal inbreng, en ook of CVC als potentiële koper of een curator van een eventueel kapitaaltekort hadden kunnen weten.

Deskundigen gaan ervan uit dat in deze context geen aanpassing van solvabiliteit voorspelbaar was, in going-concern voor een koper, die due diligence uitvoert (als gevolg van 'red flag' voor een geïnteresseerde koper

zoals aangegeven door de Minister onder 5.19 in het commentaar van de minister op het concept-deskundigenrapport, zie Hoofdstuk 10 voor verdere details). Dit blijkt ook uit de due diligence van CVC door PwC opgesteld d.d. 31/1/2013. Het saldocompensatiestelsel was bij SNSR-management, CVC en PwC in beeld. Tegelijk gingen partijen ervan uit dat deze situatie door DNB was goedgekeurd, of ten minste werd geaccepteerd. Een kopende partij had dus niet moeten of hoeven te bedenken dat extra kapitaal voor REAAL nodig was.
CVC wilde de kapitaalstructuur versimpelen en het saldocompensatiestelsel vervangen door gedeeltelijke externe financiering. Dat nam CVC waarschijnlijk ook mee in haar Liability Management plan. CVC hield dus rekening in de door haar berekende overnameprijs met een vervanging van het saldocompensatiestelsel. Er hoeft daarom niet in de berekeningen door deskundigen een extra afslag te worden genomen.

In geval van faillissement van SNS Bank zou als gevolg van het saldo compensatiestelsel REAAL haar schuld aan SNS Bank, ad € 748m, hebben kunnen verrekenen met de vordering van SRLev op SNS Bank ad € 779m. Artikel 54FW (Onbevoegdheid tot verrekening met vóór de faillietverklaring overgenomen vorderingen) is niet van toepassing. De afdeling Juridische Zaken van SNS zou dit hebben onderschreven (zie p. 130 van PwC rapport over Saldocompensatieregeling). Een curator zou op peildatum niet hebben verwacht dat hieruit een kapitaaltekort zou kunnen ontstaan. Pas eind 2013 is op aanwijzing van DNB een aanpassing van het saldocompensatiestelsel gemaakt, nadat DNB dus een nieuw normenkader had uitgebracht (het normenkader gaf aan hoeveel solvabiliteit een verzekeraar moest hebben en hoe dat werd berekend). Vóór het uitbrengen van dit nieuwe normenkader was dat onduidelijk. Er kon op 31/1/2013 dan ook niet verwacht worden dat er een kapitaaltekort dreigde. Een curator van SNSR had er op peildatum vanuit kunnen gaan dat een mogelijke koper van REAAL een vergelijkbare waardering van REAAL had toegepast als CVC op 30/1/2013 had gemaakt (CVC zou zelfs een logische potentiële koper zijn geweest).

Los van de effecten van het saldocompensatiestelsel, geeft het due diligence-rapport van CVC aan dat er ruimte was om een aantal onderdelen van REAAL te verkopen, ook onder de marktomstandigheden rond peildatum, die kapitaalvrijval zouden opleveren. Om daar een precieze waarde aan te geven vinden deskundigen te speculatief, maar het zou in ieder geval ruimschoots voldoende zijn om een eventueel kapitaaltekort voortkomend uit aanpassingen in het saldocompensatiestelsel op te vangen.

Concluderend, ondanks dat de feiten (van het saldocompensatiestelsel) bekend verondersteld kunnen worden, en bij verschillende partijen, zoals DNB, SNSR, KPMG, CVC en PwC ook bekend waren, kon op peildatum niet worden voorzien dat op een later tijdstip DNB een solvabiliteitstekort bij SRLev of REAAL zou vaststellen. Omdat dit onduidelijk was, zou een koper in going-concern, CVC als potentiële koper of een curator niet hebben hoeven te verwachten dat een extra kapitaalstorting noodzakelijk was. Deskundigen komen hiermee tot de conclusie dat het saldocompensatiestelsel niet tot aanpassing in de waarde van REAAL op peildatum zou hebben geleid.

Afgegeven garanties

SNS REAAL N.V. heeft 403-verklaringen afgegeven voor:

- SNS Bank N.V. en voor een aantal dochters van de bank
- SNS Asset Management N.V.
- SNS Beleggingsfondsen Beheer B.V.
- SNS REAAL Invest N.V.
- SNS Verzekeringen B.V.

Aldus staat moeder SNS REAAL N.V. garant voor deze groepsmaatschappijen, waarbij de drie entiteiten boven SNS Verzekeringen B.V. qua activiteiten binnen de Holding worden meegenomen.

Groepsmaatschappijen

Onderstaand volgt een overzicht van de belangrijkste groepsmaatschappijen:

33 Overzicht belangrijkste groepsmaatschappijen

In onderstaand overzicht zijn de belangrijkste groepsmaatschappijen vermeld, onderscheiden naar de bankactiviteiten, verzekeringsactiviteiten en de groepsactiviteiten van SNS REAAL. Het deelnemingspercentage is 100%.

Overzicht belangrijkste groepsmaatschappijen Bankactiviteiten

SNS Bank N.V.	Utrecht
ASN Bank N.V.	Den Haag
ASN Groenbank N.V.	Den Haag
SNS Securities N.V.	Amsterdam
SNS Property Finance B.V.	Leusden
RegioBank N.V.	Utrecht

Overzicht belangrijkste groepsmaatschappijen Verzekeringsactiviteiten

REAAL N.V.	Utrecht
SRLEV N.V.	Alkmaar
REAAL Schadeverzekeringen N.V.	Zoetermeer
Proteq Levensverzekeringen N.V.	Alkmaar
SNS Verzekeringen B.V.	Zoetermeer
RM B.V.	Utrecht

Overzicht belangrijkste groepsmaatschappijen Groepsactiviteiten

SNS REAAL Invest N.V.	Utrecht
SNS Asset Management N.V.	Utrecht
SNS Beleggingsfondsen Beheer B.V.	Utrecht

Toelichting op de twee meest materiële activiteiten, SNS Asset Management en SNS Beleggingsfondsen Beheer, is kort als volgt. SNS Asset Management en SNS Beleggingsfondsen Beheer opereerden vanuit SNSR. SNS Asset Management had REAAL als belangrijkste klant, alsmede externe klanten.

In het kader van de waardering van SNSR hebben deskundigen ook deze holding activiteiten gewaardeerd. Immers, bij het bepalen van het totale actief van SNSR (met name in een faillissementsscenario) dient, naast de verkoop van deelneming REAAL, ook de mogelijke reële waarde van de overige groepsmaatschappijen in ogenschouw te worden genomen. De overige groepsmaatschappijen binnen SNSR bestaan uit:

- SNS REAAL Invest N.V. (“SNSR Invest”) richtte zich op verschillende activiteiten welke niet tot de bank- en/of verzekeringsactiviteiten behoorden. De activiteiten welke werden uitgevoerd door SNSR Invest betroffen leasing, trust, onroerend goed, venture capital, consumptief geldkrediet en distributie. Vanaf 2003 – 2004, zijn de activiteiten van SNSR Invest flink afgebouwd;
- SNS Asset Management N.V. (“SNS AM”) is de vermogensbeheerder van REAAL, Zwitserleven en ASN Bank en beheert daarmee de beleggingsportefeuilles van deze onderdelen; en

- SNS Beleggingsfondsen Beheer B.V. (“SNS BB”) was verantwoordelijk voor het beheer van een aantal institutionele beleggingsfondsen.

Onderstaand zal de potentiële verkoopwaarde van deze activiteiten verder worden toegelicht. De Marktbenadering is hierbij wederom als waarderingsmethodiek gekozen, net als voorheen bij SNS Retail Bank en REAAL, ondersteund door de Kostenbenadering.

Kostenbenadering

De Kostenbenadering is een waarderingsmethodiek die een schatting biedt van de reële waarde van het object van waardering op basis van de vervangingswaarde van de activa en passiva van de onderneming. Voor SNSR Invest is de kostenbenadering toegepast, vanwege de aard van de (gelimiteerde) activiteiten per faillissementsdatum. Het is namelijk lastig om goede, vergelijkbare genoteerde ondernemingen te vinden voor SNSR Invest.

Voor SNS AM en SNS BB is de Marktbenadering toegepast om tot een reële waarde inschatting te komen. Gezien de vermogensbeheeractiviteiten in kwestie is het mogelijk om de reële waarde te bepalen op basis van deze benadering.

Waardering groepsactiviteiten

De waardering van SNSR Invest is, zoals gezegd, gebaseerd op de kostenbenadering, waarbij de boekwaarde van het eigen vermogen gebruikt is als indicatie van de reële waarde. Per einde 2012, bedroeg het totale eigen vermogen van SNSR Invest negatief € 34,2 mio. Op basis van deze observatie, hebben deskundigen de reële waarde van SNSR Invest geschat op € 0.

Bij de bepaling van de waarde van SNS AM en SNS BB is gekeken naar vergelijkbare, genoteerde vermogensbeheerders, met een significante focus op Europa. Onderstaande tabel toont de geselecteerde, genoteerde vermogensbeheerders en hun koers-winstverhoudingen op basis van de consensus nettowinstschattingen over 2012 per peildatum:

Koers-winst Verhoudingen

Onderneming	2012
(1) BlackRock, Inc.	16.9x
(2) Franklin Resources, Inc.	14.9x
(3) Aberdeen Asset Management PLC	16.4x
(4) T. Rowe Price Group, Inc.	20.9x
(5) Invesco Ltd.	15.4x
(6) Schroders plc	19.1x
(7) The Bank of New York Mellon Corporation	12.9x
(8) State Street Corporation	14.1x
Average	**16.3x**
Median	**15.9x**
Minimum	12.9x
Maximum	20.9x

Op basis van de bovenstaande tabel is de gemiddelde koers-winstverhouding gelijk aan 16,3x en de mediaan gelijk aan 15,9x. Op basis van de eigenschappen van de geselecteerde ondernemingen, in vergelijking met SNS AM en SNS BB, komen deskundigen tot een koers-winstverhouding van 10x, hetgeen een korting van

37,5% impliceert t.o.v. de mediaan van de geobserveerde koers-winstverhoudingen van de vergelijkbare, genoteerde vermogensbeheerders. Er zijn twee redenen voor deze korting:

- Het beheerde vermogen van SNS AM en SNS BB was substantieel lager dan het beheerde vermogen van de genoteerde vermogensbeheerders. Het beheerde vermogen van SNS AM en SNS BB was gelijk aan ongeveer € 46 mrd, terwijl de kleinste genoteerde vermogensbeheerder een vermogen van ruim € 180 mrd onder beheer had. Hierdoor is een zogeheten 'small size discount' van toepassing op de koers-winstverhouding van SNS AM en SNS BB; en
- SNS AM en SNS BB waren sterk afhankelijk van één klant, namelijk REAAL. Hiermee trad er een bepaald concentratierisico op voor SNS AM en SNS BB, aangezien zij volledig afhankelijk waren van REAAL.

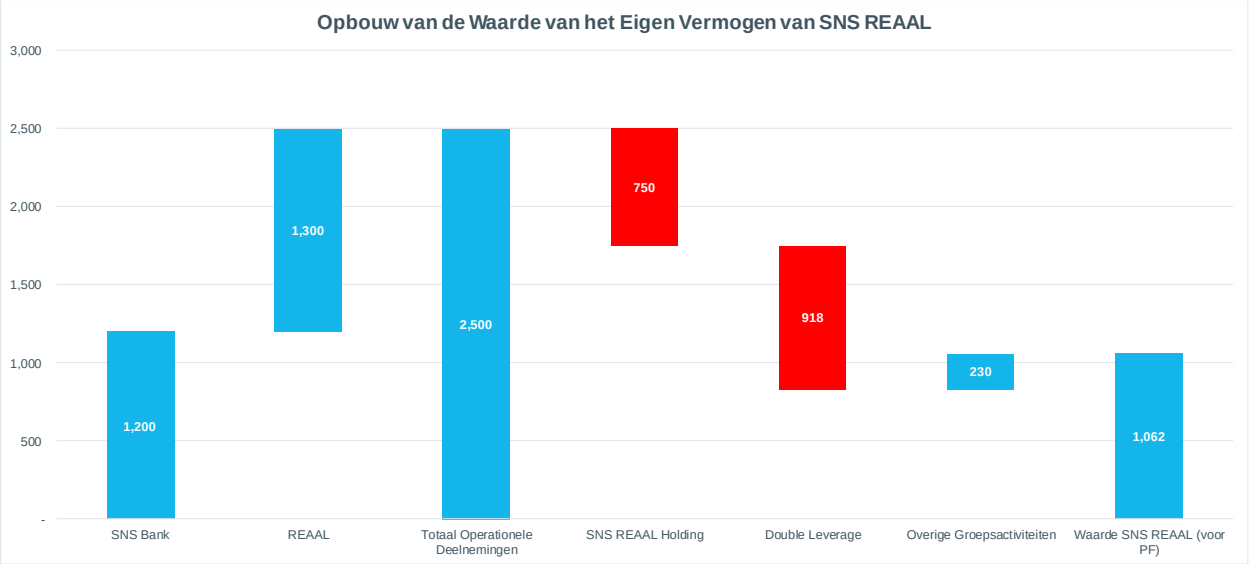
Op basis van de gekozen koers-winstverhouding is de reële waarde van SNS AM en SNS BB gelijk aan circa € 230 mio, hetgeen is gebaseerd op een nettowinst over 2012 van circa € 23 mio. In totaal, brengt dit de reële waarde van de overige groepsactiviteiten van SNSR op € 230 mio.

4.5 Sum-of-the-parts waardering en koersontwikkelingen van aandelen en achtergestelde leningen

In 2012 verkeerden de markten in grote onzekerheid, getriggerd door de Europese schuldencrisis. Dit zorgde voor grote dalingen en sterke volatiliteit op de aandelen- en obligatiemarkten. De European stockmarket bank index raakte in juni 2012 bijna een all-time low van 84, waarmee de banken gemiddeld op ca. 0,5 keer de boekwaarde werden gewaardeerd.

Na nationalisatie van ABN AMRO/Fortis in 2008, staatssteun aan ING (Alt-A-garantie en kapitaal) in 2009 en CT-1 steun aan SNSR (ultimo 2008), was het niet de verwachting dat in Nederland nog een bank door de Staat ondersteund zou moeten worden. Behalve bij SNS Bank in Nederland in 2012, waren er ook in andere landen problemen met banken, zoals in Spanje (vooral vastgoed gerelateerd), Italië en Ierland.

Waarderingen van SNSR en gelieerde vennootschappen op basis van market-multiples (zie hierboven onder 4.2, 4.3 en 4.4) indiceren dat de SNSR-vennootschappen rond peildatum als volgt gewaardeerd konden worden:



De bovenstaande tabel toont de opbouw van de waarde van het eigen vermogen van SNSR, op basis van de waarderingen van de onderliggende onderdelen. De volgende componenten zijn in ogenschouw genomen voor de bepaling van de waarde van het eigen vermogen van SNSR:

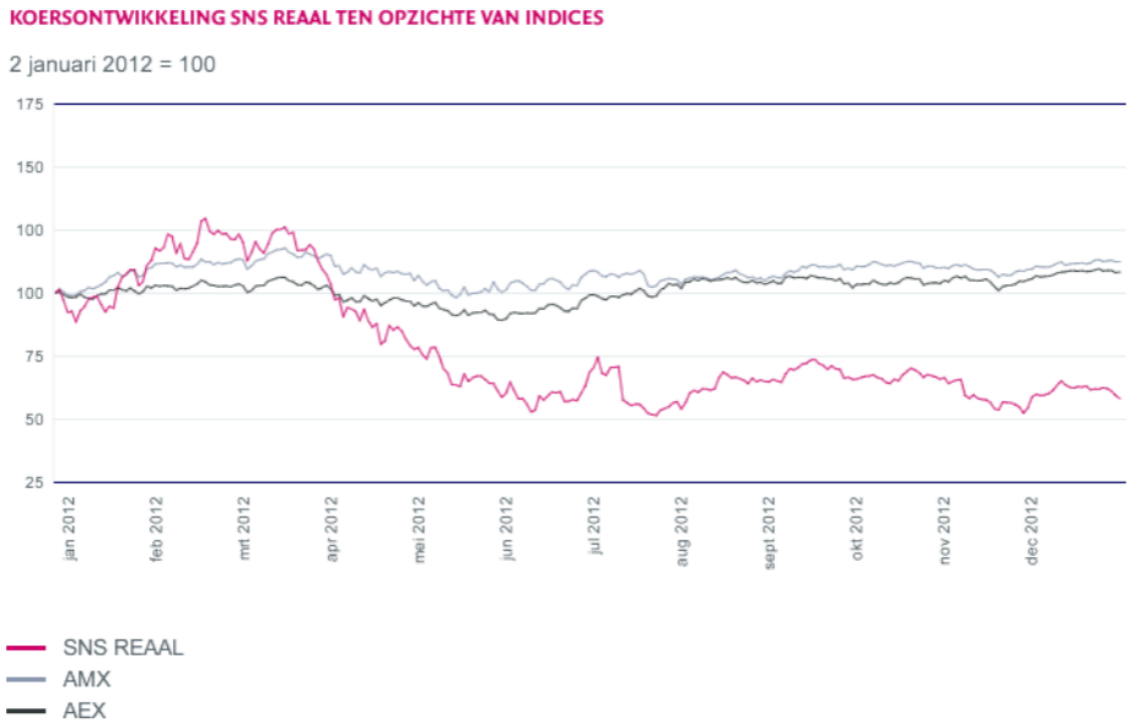
- Op basis van de primaire waarderingsmethodiek, de Marktbenadering, is de waarde van het eigen vermogen van SNS Bank door deskundigen vastgesteld op € 1,2 mrd;
- Op basis van dezelfde methodiek voor REAAL, is de waarde van het eigen vermogen van REAAL door deskundigen vastgesteld op € 1,3 mrd;
- SNSR (holding) is gewaardeerd op basis van een DCF-analyse. De holding kosten bedroegen circa € 100 mio (voor belastingen). Dit zijn de operationele kosten welke de holding op jaarbasis maakt (excl. rentekosten). Na belastingen is dit € 75 mio. Op basis van het toepassen van het *Gordon Growth Model* met een disconteringsvoet van 10%, stellen deskundigen de waarde van SNSR vast op negatief - € 750 mio;
- De correctie voor de double leverage op de holding is gelijk aan € 918 mio per einde december 2012. Deskundigen hebben aangenomen dat de double leverage per einde januari 2013 niet verschilt ten opzichte van het einde van 2012;
- De overige groepsactiviteiten, bestaande uit de entiteiten SNSR Invest, SNS Asset Management en SNS BeleggingsfondsenBeheer, zijn gewaardeerd op € 230 mio.

Op basis van de bovenstaande onderdelen wordt het eigen vermogen van SNSR door deskundigen gewaardeerd op **€ 1,062 mrd**. Dit is de waarde exclusief de afboekingen die nog genomen zouden moeten worden voor Property Finance.

Koersontwikkeling van aandeel en achtergestelde schulden

De beurswaarde qua gewone aandelen SNSR op 31 januari 2013 was ca. € 250 mio. Dit geeft aan dat de markt rekening hield met negatieve verrassingen in PF en met een mogelijk ingrijpen door de Staat, maar wellicht werden ook mogelijke positieve wendingen ingeprijsd. Zie hieronder koersgrafieken over de periode 2007-2012 en 2012 – 2/2013.

Source: ING



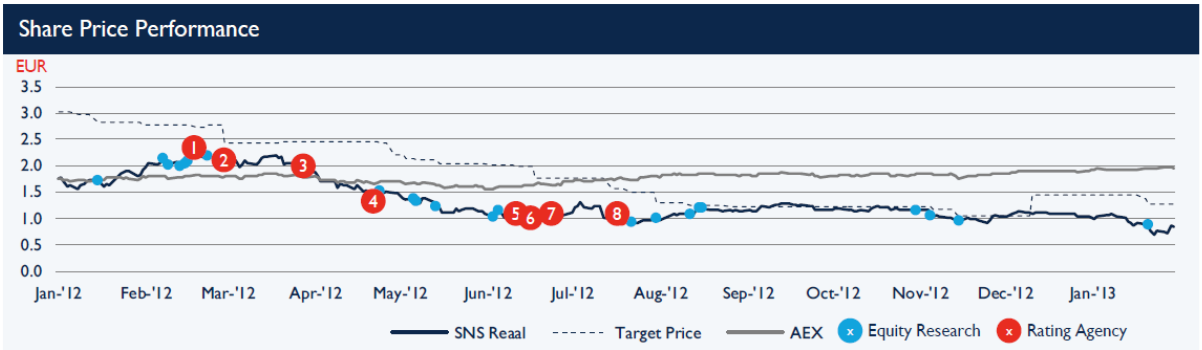
Bron: jaarverslag SNS REAAL 2012.

Naast het aandeel SNSR zijn ook de achtergestelde schulden voor het grootste deel publiek genoteerd. Echter, de handel in deze titels was niet altijd even liquide.

Uitspraken van rating agencies en equity analisten kunnen invloed hebben op de koersen van aandelen en schuldtitels. Deskundigen hebben die hieronder beschouwd over 2012 tot de peildatum:

Market Consensus

Rating Assessments



	Date	Agent	Key Comments	Rating[1] Bank	Rating[1] Insurance	3-day Return
1	20 Feb 2012	Moody's	"upgrade on the Group debt ratings is unlikely at the moment given the review for downgrade"	n.a.	BBB	8.1%
2	1 Mar 2012	S&P Global Ratings	"recovery prospects for...(SNS)...are dampened by an economic outlook that is weaker than we had previously anticipated"	BBB+ ↓	BBB ↓	(2.3%)
3	30 Mar 2012	FitchRatings	"there is a high probability that support from the Dutch state would be made available in case of need""	BBB+	A-	(6.1%)
4	24 Apr 2012	FitchRatings	"SNS REAAL N.V.'s insurance activities' capital position is strong, significantly in excess of regulatory requirements"	n.a.	A-	(6.2%)
5	15 Jun 2012	Moody's	"capital has been up-streamed from the insurance operations ...and subsequently down-streamed to the banking operations...demonstrates the constraint that the banking operations represent on the insurance operations"	n.a.	BBB+ ↓	9.7%
6	19 Jun 2012	Moody's	"downgrade reflects...the removal of systemic support from subordinated debts issued by Dutch banks and banking holding companies"	n.a.	BBB+	(1.6%)
7	26 Jun 2012	FitchRatings	"probability that the Dutch state will provide them with support, if required, is still extremely high"	BBB+	BBB+	(4.6%)
8	20 Jul 2012	S&P Global Ratings	"possible sale of some of the group's business activities could weaken its overall franchise and earnings diversification"	BBB+ ↓	BBB ↓	(3.0%)

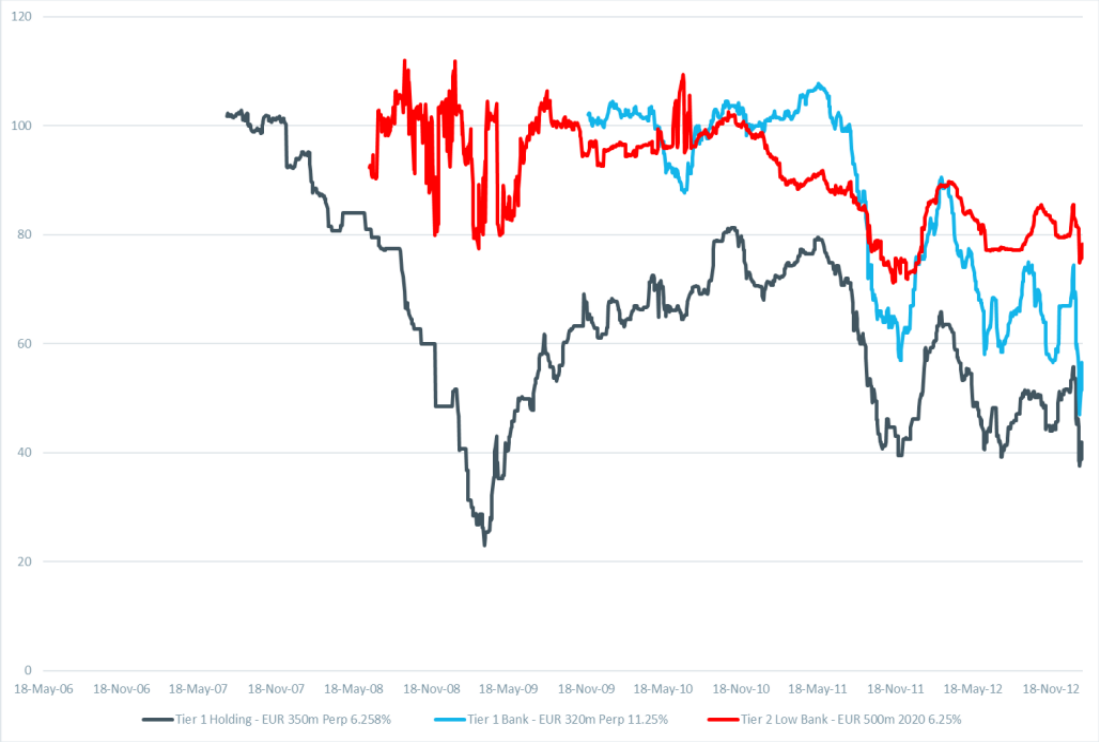
1: Bank rating reflects rating on SNS Bank N.V., Insurance rating reflects rating on Reaal N.V..
Note: 3 day return calculated as excess return in 3 day window at publication date (one day before, one day after) over AEX index
Source: Capital IQ, Broker research

9

Bron: analyse NIBC op basis van Bloomberg data.

Koersen Aandeel SNSR en Zes Achtergestelde Leningen 1-1-2012 t/m 31-1-2013

	31-1-2013	31-12-2012	1/1/2012	Delta 1-1-2012 vs. 31-1-2013
Aandeel SNSR (in €)	0.84	1.03	1.75	(52.0%)
AEX	354	342	317	12.0%
SNS Bank				
€ 320mio Perp 11.25%	56	67	70	(21%)
€ 200mio Perp 5.75%	86	53	84	3%
€ 500mio 2020 6.25%	77	77	64	20%
€ 200mio 2018 6.625%	78	80	73	7%
SNS REAAL				
€ 350mio Perp 6.258%	40	50	42	(6%)
€ 100mio Perp 8.45%	41	51	46	(11%)



Bron: analyse Duff & Phelps, data van Bloomberg.

De prijzen van de achtergestelde leningen liepen aan het begin van 2012 iets op, gebaseerd op verwachtingen dat er mogelijk een oplossing voor de problemen van SNSR zou komen. In juni 2012 werd echter een dieptepunt bereikt, dat samen leek te vallen met enige uitstroom van spaargelden. In december

2012 was weer sprake van enige koersstijging, wellicht beïnvloed door investeerders die hoopten op een upside indien er toch een oplossing anders dan nationalisatie zou komen. Ook de onzekerheid over de eventuele toepassing van een bail-in droeg ertoe bij dat de achtergestelde schulden nog redelijk hoog noteerden.

Tot zover deze toelichting inzake SNSR. Voor het overige wordt verwezen naar Hoofdstuk 7.14.

Hoofdstuk 5. Onderzochte scenario's c.q. mogelijke oplossingen

5.1 Inleiding

In de loop van 2011 drong bij SNSR het besef ten volle door dat de onzekere situatie bij Property Finance te veel risico's opleverde voor de financiële buffers van SNS Bank in haar geheel. Immers, ondanks de reeds ingezette strategie om een fors deel van de vastgoedleningen binnen PF te gaan afbouwen (het Non-Core deel), kon het risico op verder benodigde afboekingen moeilijk worden ingeschat. Dit gegeven, in combinatie met de relatief grote omvang van de PF-portefeuille binnen het gehele leningenboek van SNS Bank, zorgde voor onzekere kapitaalbuffers en maakte dat eventueel hogere benodigde afboekingen een forse impact zouden kunnen hebben op deze buffers. Vervolgens diende in de loop van 2013 ook de kapitaalsteun (in de vorm van de CT-1 securities), zoals ontvangen in 2008, aan de Staat te worden terugbetaald. De interne conclusie bij SNSR was toen dan ook: de solvabiliteit van SNS Bank staat sterk onder druk en dit zal zo blijven, tenzij de risico's van PF apart gezet kunnen worden. Daar ligt namelijk de kern van het probleem.

Om dezelfde reden vond op 12 december 2011 de eerste officiële bijeenkomst plaats van de werkgroep Roos/Mercurius, een werkgroep van DNB en MinFin. De werkgroep was gevormd om scenario's voor te bereiden teneinde een oplossing te bewerkstelligen voor de ernstige problemen waarmee SNSR zich geconfronteerd zag. Bij SNS Bank was een kapitaaltekort gesignaleerd, dat in de stresstest van de European Bank Authority (EBA) uitkwam op € 159 mio. Dit kapitaaltekort zou kunnen leiden tot een vertrouwensverlies en daarmee wellicht tot liquiditeitsproblemen. Voorts kampte SNS Bank, zoals hiervoor geschetst, met ernstige verliezen op Property Finance, veroorzaakt door verslechterende kredietkwaliteit van commerciële vastgoedleningen. Daarnaast speelden de kwesties van de nog af te lossen staatssteun, de double leverage en de dreiging van mogelijke claims vanwege de beleggingsverzekeringen van Reaal (woekerpolisaffaire).

DNB kwam ultimo 2011 tot de conclusie, dat SNSR zelfstandig niet meer in staat was om de problemen op te lossen. Zo bleek onder andere het uitschrijven van een aandelenemissie om het kapitaal te versterken op dat moment niet (meer) haalbaar. Vandaar dat DNB en MinFin in actie kwamen om vanaf ultimo 2011 c.q. aanvang 2012 samen met de RvB van SNSR naar oplossingen voor SNSR en haar entiteiten te zoeken.

Op hoofdlijnen zijn de navolgende onderzochte oplossingsrichtingen te onderscheiden, waarbij op voorhand zij opgemerkt dat een aantal oplossingsrichtingen nauw met elkaar verweven is:

- Het apart zetten van Property Finance;
- Een capital restructuring;
- M&A-transacties gericht op de verkoop van separate onderdelen binnen SNSR:
    - Verkoop van (schade)verzekeraar;
    - Fusie met ASR;
    - Verkoop van bank;
- Nationalisatie, al of niet volgend uit noodregeling.

De logica van de eerste oplossingsrichting is bovenstaand al kort gegeven. Hier lag de kern van het probleem. Vervolgens is een capital restructuring ook voor de hand liggend: immers, niet alleen was de vermogensstructuur van SNSR relatief complex geworden (met twee typen aandelen, de gewone aandelen, zoals publiekelijk verhandeld, en de aandelen B, in handen van de Stichting Beheer; de CT-1 securities, in handen van de Staat en de Stichting Beheer; diverse vormen van leverage, inclusief achtergestelde publieke

en onderhandse leningen, en de zogenaamde double leverage, via SNSR). Een beroep op de kapitaalmarkt door een publiek verhandelde financiële instelling is normaal gesproken een logische reactie bij solvabiliteitsproblemen. Daarnaast zou een verkoop van onderdelen de benodigde cash kunnen genereren, hoewel een dergelijke verkoop onder de geschetste moeilijke omstandigheden niet als eenvoudig kon worden beschouwd.

Deskundigen zullen in dit hoofdstuk deze nader onderzochte oplossingsrichtingen kort de revue laten passeren, om vervolgens aan te geven welke scenario's in hun ogen hadden kunnen leiden tot een levensvatbare toekomst voor SNSR, de nationalisatie wegdenkend.

5.2 Het apart zetten van PF middels een APS of bad bank

5.2.1 Inleiding

Een vorm van APS (Asset Protection Scheme) of BB (Bad Bank) structuur voor PF heeft in vrijwel alle oplossingsscenario's een rol gespeeld.

Rond eind 2011 was voor alle betrokken partijen duidelijk dat, alleen als er een oplossing voor PF kwam, andere scenario's zouden kunnen werken. Immers, het probleem voor PF waren niet alleen de hoge noodzakelijke extra voorzieningen door SNS Bank te nemen en de daaruit voortkomende grotere kapitaalbehoefte, maar ook de grote (resterende) onzekerheid hoeveel extra verliezen nog zouden kunnen volgen en hoe lang de verliesperiode vervolgens nog zou gaan duren. SNS Bank zou van deze onzekerheid van onbekende toekomstige verliezen van PF verlost moeten worden om vervolgens een mogelijke oplossing te vinden voor het kapitaaltekort om daarna weer als solide bank verder te kunnen gaan.

Qua oplossingsrichtingen voor PF is eerst een overname door externe partijen, zoals bijv. Lone Star of Cerberus, onderzocht maar er bleek geen belangstelling (in 2011/12 waren er nauwelijks commercial real estate ('CRE') transacties in de markt). De PF-portefeuille was van een uitzonderlijk lage kwaliteit, in vergelijking met de portefeuilles van andere partijen, met name door de relatief grote hoeveelheid projectfinancieringen, en bovendien blonk de organisatie niet uit in transparantie en adequate informatievoorziening. Verder waren de toekomstige verliezen niet goed te voorspellen, vanwege continu dalende vastgoedprijzen en door de slechte kredietwaardigheid van een significant aantal PF-klanten. Om die redenen had SNSR ook al eerder besloten om een belangrijk deel van de portefeuille te gaan afbouwen (het Non-Core deel). Tevens had PF reeds voor een aantal zogenaamde non-performing leningen beslag laten leggen op het onderliggende onderpand ('foreclosure') in de hoop dat dit bezit (de zogenaamde Property Projects) op een gegeven moment verkocht zou kunnen worden.

De enige resterende manier om van de onzekerheid van PF af te komen was dus feitelijk via een APS of Bad Bank-structuur. Van eind 2011 tot en met 31 januari 2013 zijn verschillende opties bekeken, inclusief een Bad Bank als onderdeel van het CVC-voorstel (zie Hoofdstuk 6.2).

In ieder APS/BB-scenario zou ook een kapitaalstorting in SNS Bank hebben moeten plaatsvinden om de benodigde afschrijving op te vangen (in geval van een Bad Bank) of de expected loss te voorzien die dan bij SNS Bank zou blijven (ingeval van een APS). In deze paragraaf zullen deskundigen het Asset Protection Scheme en de Bad Bank nader beschrijven, inclusief hun belangrijkste eigenschappen en toepassingsmogelijkheden.

Deskundigen komen tot de conclusie dat destijds niet alle mogelijkheden optimaal zijn uitgewerkt om tot een APS/Bad Bank-structuur te komen. De politieke wil hiertoe leek beperkt, althans in elk geval initieel, waarschijnlijk ingegeven door de voorkeur vanuit de Staat voor meer burden sharing en door de gedachte, dat problemen veroorzaakt door SNSR in eerste instantie ook door haar zelf moesten worden opgelost c.q. de oplossingsmogelijkheden meer uitgebreid en diepgaander onderzocht moesten worden. Bovendien was de voortvarendheid met betrekking tot dit relevante onderdeel van een totaaloplossing relatief beperkt. Immers, de eerste contouren voor een APS waren medio 2012 al bekend, maar het startsein voor de onafhankelijke waardering van deze portefeuille, zoals nodig voor het EC-goedkeuringsproces, werd door MinFin pas gegeven rond begin oktober, terwijl de klok al duidelijk tikte richting deadlines. Vanuit het perspectief van SNSR kan hier nog aan worden toegevoegd dat zij in nauwe samenwerking met MinFin wellicht, zeker achteraf bezien, tegelijkertijd aan een te grote hoeveelheid alternatieve oplossingen werkte, waardoor de focus op het apart zetten van PF minder is geweest c.q. dit apart zetten minder voortvarend is aangepakt. Daarnaast is het deskundigen ook niet duidelijk geworden waarom een APS in het proces als eerste optie afgevallen lijkt te zijn ten faveure van de Bad Bank. Immers, een APS geeft meer ruimte voor burden sharing, ook bij de oorspronkelijke eigenaar van de probleemleningen. De Bad Bank werd vervolgens in december 2012 als niet haalbaar bestempeld nadat de EC had aangegeven dat twee van de drie Nederlandse GBs (ABN AMRO en ING Bank vanwege de acquisition ban) er niet aan mee mochten doen. Er is toen klaarblijkelijk in januari 2013 wel verder gekeken naar een APS/Bad Bank-constructie, waarin geen van de 3GBs (of slechts één) een rol zouden spelen, maar deze creatieve oplossing lijkt gesneuveld te zijn door een combinatie van onwil vanuit de 3GBs en politieke onwil vanuit Den Haag; naar het oordeel van deskundigen had dit wel degelijk een haalbare variant kunnen zijn. Er zijn namelijk internationale voorbeelden van APS/Bad Bank-constructies, waarin alleen de overheid (en de te redden bank) een rol speelt en waarin geen private banken of partijen betrokken zijn, zoals in het Verenigd Koninkrijk de HMT-structuren in de vorm van APS-structuren (waarvan een aantal Britse banken, o.a. RBS, gebruik heeft gemaakt) en KBC in België (zie hierna 5.2.3 voor een beschrijving van deze structuren). Een vorm van APS of Bad Bank had ook hier gekund, zeker in combinatie met een bepaalde vorm van resolutieheffing voor de banken, die een belangrijke bron van financiering had kunnen zijn van zo'n separate entiteit.

Deskundigen zijn van mening dat een APS/Bad Bank-structuur ook mogelijk was geweest in de CVC-oplossing. Behalve voldoende burden sharing (bij aandeelhouders en houders van achtergestelde schulden), zou ook een bankenheffing aan de DGS-banken opgelegd hebben kunnen worden, vergelijkbaar met die op grond van de Resolutiewet is opgelegd in het kader van de nationalisatie. Deze bankenheffing had vervolgens kunnen dienen als kapitaalinjectie in de Bad Bank. In combinatie met een afschrijving van € 2,4 mrd op de PF-portefeuille (conform de zogenaamde Base Case uit het C&W-rapport) bij SNS Bank had zo in voldoende mate burden sharing kunnen worden toegepast. Indien deze REV-waardering van C&W zou zijn toegepast om het zogenaamde attachmentpunt te bepalen, zou dit ook voor de EC acceptabel kunnen zijn geweest.[67]

Samenvattend komen deskundigen tot de conclusie dat een vorm van APS/Bad Bank in iedere oplossing voor SNSR, anders dan nationalisatie of faillissement, een rol had moeten en kunnen spelen. Dit besef was er ook bij MinFin, DNB en SNSR. Er zijn door hen verschillende varianten bekeken. MinFin heeft vervolgens bij EC goedkeuring gevraagd. Echter, dit verzoek om toestemming lijkt alleen gespeeld te hebben binnen het CVC-scenario, dat tot en met 31 januari 2013 een reële optie was. Deskundigen begrijpen dat MinFin graag de 3GBs wilde laten meedoen aan een APS/BB (nl. uit het oogpunt van burden sharing en omdat de DGS-banken bij een faillissement ook omvangrijke schade zouden hebben geleden), maar toen dat door de EC (niet geheel onverwacht) werd verboden, heeft klaarblijkelijk een meer creatieve oplossing, zoals boven

[67] Uit correspondentie tussen de EC en MinFin is deskundigen ook gebleken dat een dergelijke oplossing op goedkeuring van de EC zou hebben kunnen rekenen.

beschreven, het niet gered. Deskundigen begrijpen dit niet. De enige reden die MinFin geeft waarom een dergelijk alternatief minder aantrekkelijk zou zijn geweest is het feit, dat de genoemde banken niet stonden te trappelen om mee te werken aan een CVC-oplossing, in de veronderstelling dat zij op die manier bij zouden dragen aan een mogelijk mooi rendement van een private equity partij, terwijl tegelijkertijd een concurrerende en wederom gezond opererende spaar-hypotheekbank zou ontstaan. Burden sharing kent echter vele schouders, die hier niet proactief om zullen vragen, doch gezamenlijk de last voor de overheid wel verminderen.

Vanwege bovengenoemde redenen, (i) het grote belang in elk mogelijk scenario, (ii) de constatering dat de APS- en BB-varianten niet voldoende uitputtend onderzocht lijken te zijn en (iii) de belangrijke rol van een bad bank in het CVC-scenario, besteden deskundigen hier meer aandacht aan dit scenario van de APS/BB. Zij doen dit door eerst de verschillende vormen in nader detail te introduceren, inclusief hun relevante economische kenmerken, en vervolgens relevante voorbeelden van deze structuren te duiden, zoals gebruikt in het buitenland, zodat deze ook als voorbeeld voor de onderhavige situatie hadden kunnen dienen. Hierna schetsen deskundigen de APS/BB-structuren, zoals nader aan de orde geweest tijdens de periode eind 2011 tot aan de peildatum.

5.2.2 Verschillende vormen van APS en Bad Bank

APS (Asset Protection Scheme)

Een APS is een structuur waarbij de betreffende assets, i.c. de PF-portefeuille, op de balans van de te redden bank, SNS Bank, blijven staan. De bank neemt een voorziening voor de te verwachten verliezen (first loss positie) en de Staat garandeert de verliezen die daarboven uit komen. De Staat ontvangt hiervoor een garantiefee.

De voorziening zal leiden tot een kapitaaltekort, dat door nieuw kapitaal moet worden opgevangen. De first loss positie wordt ingeval van betrokkenheid van de Staat, op grond van regelgeving van de EC, bepaald door een waardering volgens de Real Economic Value (REV) methode. Dit wordt het ‘attachment point’ genoemd.

Door de APS wordt bereikt dat de bank een verlies neemt nu en eventueel in de toekomst (en de aandeelhouders daar ook onder lijden, i.e. enige mate van burden sharing), maar de verliezen zijn gemaximeerd, waarmee de onzekerheid van nog grotere verliezen in de toekomst (de zogenaamde staart-risico’s) wordt weggenomen. Funding van de portefeuille blijft bij de bank.

Andere effecten zijn dat de bank (en haar aandeelhouders) ook kan (kunnen) profiteren van meevallende kredietverliezen, door eventuele toekomstige vrijval van voorzieningen, maar wel vele jaren aan de slechte portefeuille blijven vastzitten. De Staat loopt een risico dat de kredietverliezen groter uitvallen dan het attachment point, waartegenover uiteraard de ontvangen garantiefees staan.

Het feit dat een APS vanuit de bestaande in problemen verkerende bank wordt gerealiseerd, betekent dat deze oplossing de meeste vormen van burden sharing mogelijk maakt. Echter, een APS is in de regel vooral bedoeld om ‘tijd te kopen’, vanwege een verwachte verbetering van (in dit geval: vastgoed) markten. In de situatie van eind 2012 was het echter nog helemaal niet duidelijk of en wanneer deze ommekeer zou gaan komen. Bovendien was de informatie omtrent een significant aantal problematische leningen van PF niet altijd compleet.

Bad Bank

Bij een Bad Bank structuur wordt een aparte vennootschap, een SPV (special purpose vehicle), opgezet. De betreffende risicovolle assets (PF) worden aan de SPV overgedragen tegen een discount, die even groot is als eerdergenoemd 'attachment point'. De bank (SNS Bank) neemt het verlies (verschil tussen REV en boekwaarde) dus direct en is hiermee van alle toekomstige risico's af, maar heeft tegelijkertijd ook geen profijt meer van een eventuele verbetering in de vastgoedmarktomstandigheden. De bank profiteert namelijk niet van eventuele meevallende kredietverliezen. De bank kan wel een management fee ontvangen voor het managen/beheer van de portefeuille na de separatie.

De Staat kan de SPV geheel in eigendom nemen of de aandelen van de SPV kunnen geheel of gedeeltelijk worden gehouden door private partijen. Ook kan een deel van het risico bij de bank (SNS Bank) worden gelegd, om bijvoorbeeld een incentive te geven op het goed managen van de portefeuille. Funding van de SPV wordt door marktpartijen gedaan, geheel of gedeeltelijk gegarandeerd door de Staat.

Bij een Bad Bank-structuur gaat het eigendom van de leningen dus over van de bank in problemen naar de nieuwe SPV en haar eigenaren. Op deze wijze ontstaat een echt afscheid en hoeft dus niet meer gewacht te worden op een eventuele ommekeer van de vastgoedmarkten. Door de keuze voor een nieuw vehikel is echter wel nieuwe funding nodig, in tegenstelling tot de situatie bij een APS (bij een APS is wel nieuw kapitaal nodig, maar de vreemd vermogen funding blijft in principe gewoon doorlopen). Indien een economie zich slechts zeer langzaam ontwikkelt, de betrokken activa (leningen) redelijk uniform zijn en de relevante overheid er relatief goed voor staat qua overheidsfinanciën, dan is een Bad Bank meestal de beste keuze. Immers, uitzicht op herstel van de relevante markten ontbreekt, uniformiteit van de activa zorgt voor schaalvoordelen bij een overgang naar de SPV en de financiën van de Staat maken een goede funding van de SPV mogelijk.

<u>Cashflow-swap</u>

De cashflow-swap is in 2009 toegepast bij ING om haar Alt-A-hypotheekportefeuille af te dekken. De assets gaan in deze structuur tegen een discount over naar de Staat, die daarvoor een fee ontvangt. De bank ontvangt een management fee voor het managen van de portefeuille.

Deze vorm is bij SNS Bank niet concreet aan de orde geweest en zal derhalve onderstaand niet nader worden toegelicht.

Schematisch werden de eerste twee constructies door een van de adviseurs van SNSR (Goldman Sachs) onderstaand als volgt weergegeven[68]:

[68] Bron: Dataroom index 01.01.02.01.02.03.15008B Bijlage 20121024 1533 Presentatie SNS REAAL aan MinFin, October 23, 2012 Project Eiffel, Considerations Around APS).

① Asset Guarantee Structure

Key Elements

What is the traditional Asset Guarantee structure?

- Guarantee provided by the Dutch State to limit SNS REAAL's impairments on its Property Finance portfolio
- SNS REAAL keeps a First Loss exposure
- On the rest of the portfolio, State provides a guarantee / cover all losses
- Effectively put cap on SNS REAAL maximum losses, in exchange for a fee (which is spread over the period)
- First loss and fees need to be negotiated

Fee structure

- SNS REAAL pays a guarantee fee equal to the expected loss of the State (i.e. the State is expected to be compensated for all its expected losses)
- SNS REAAL pays an additional fee to cover the State for losses beyond the loss expectation (tail risk); in case those additional losses don't materialize, SNS REAAL receives a fee rebate
- The State pays a management fee to SNS REAAL to manage the portfolio wind-down

Implications for SNS REAAL

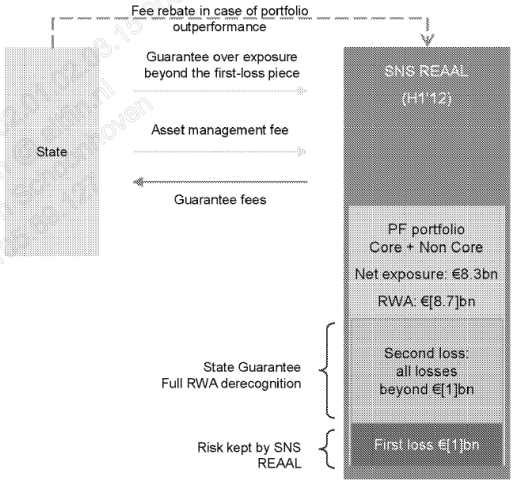
- No asset transfer or impairment day 1: avoid loss crystallisation for the Group
- SNS REAAL gets RWA relief on the portfolio guaranteed by the State (starts as soon as losses start to eat the first loss piece i.e. no day 1 deconsolidation of RWA)
- SNS REAAL maintains some exposure to Property Finance and pays the fees
- Ring-fencing of other sound operations of SNS REAAL

Implications for the State

- SNS REAAL pays a "fair" fee to the State to compensate for its loss exposure as well as covering some tail risk

Mechanism

Note:
- second loss assumed to be 100% for State in this example;
- alternative: sharing of second loss (e.g. 80% for State, 20% for SNS REAAL) as another incentive mechanism



PF portfolio 1H12 (€m)	Non Core	Core	Total
Net book value	4,740	3,573	8,313
Assumed Risk Weight	116%	89%	100%
Total RWA	5,493	3,164	8,657

② SPV Structure

Key Elements

What is the SPV structure

•SPV ad-hoc structure which enables SNS REAAL to fully deconsolidate its exposure to Property Finance through an "economic sale" of the assets to the SPV

•The assets are transfered at a discount so that the SPV has no / limited expected losses; the SPV then issues notes to SNS REAAL; SNS REAAL fully impairs those notes

•Going forward, SNS REAAL has deconsolidated the assets fully. Funding can be maintained at SNS REAAL or transferred to the State

•The portfolio will be managed by SNS REAAL on the basis of an asset management agreement (no employees transferred to SPV)

•Optionally, a management fee can be agreed between parties

•The discount and the fees need to be negotiated

Implications for SNS Reaal

•Full impairment of Property Finance portfolio day 1 (large loss)

•Derecognition of assets / full RWA release: no ongoing exposure of SNS REAAL

Implications for the State

•State receives cash flows from the SPV with no expected loss (depending on agreed discount amount) and some upside potential

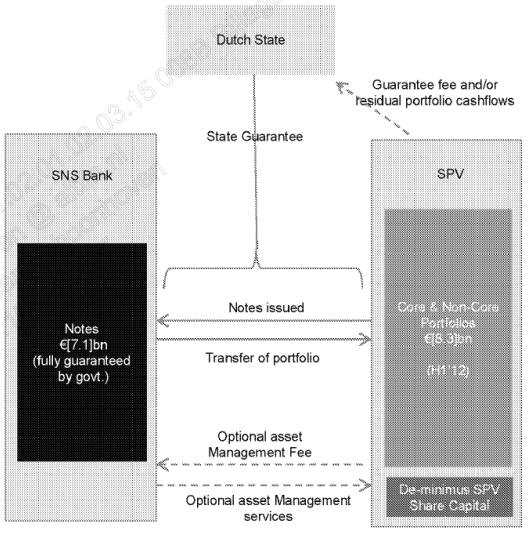
•Full impairment day 1 by SNS REAAL could have knock-on effect on other Dutch market players

Fee Structure

•Potential Asset management fees paid to SNS REAAL to manage the portfolio

•Potential guarantee fee to be paid by SPV to the State

Mechanism



Share Capital can be held by a charitable trust or by the Dutch State or other third party

Hieronder samengevat de effecten van de twee vormen, APS en Bad Bank:

	APS	**Bad Bank**
Lening portefeuille	Op balans bank	Verkocht aan SPV
Waardering: attachment point REV	Hoogte voorziening	Verkoopprijs
Risico	First-loss (toekomst) tot attachment point: bij bank Rest: bij Staat	First loss genomen Rest: kapitaal buffer en/of bij Staat
Upside/downside	Upside: meevallende kredietverliezen voor bank Downside: meer verliezen voor Staat	Upside: valt in SPV Downside: SPV/kapitaalbuffer en/of Staat
Kapitaal	Geen afboeking op dag-1 Kapitaalinjectie voor toekomstige verliezen (attachment) RWA vrijval geleidelijk	Directe afboeking bij bank: verlies p/l en kapitaalinjectie Directe RWA vrijval
Funding	Blijft bij bank	Funding door SPV (kan door bank gedaan worden) Evt. gegarandeerd door Staat
Staatsschuld	Geen verhoging	Verhoging
Staat inkomsten	Garantiefee over 2nd loss garantie	Garantiefee over 2nd loss garantie
Bank inkomsten/ uitgaven	Ontvangt rente Betaalt garantiefee Kredietverliezen	Eenmalige afboeking Ontvangt management fee Evt. inkomsten uit funding vestrekking
Effect op bank	Bank blijft verliezen houden Onzekerheid is weg, omdat verliezen gemaximeerd zijn Meevallende kredietverliezen zijn upside voor de bank	Bank heeft eenmalig verlies, daarna 'clean' Inkomsten uit management fee en evt. funding
Effect op financieel stelsel	Berekening attachment point heeft wellicht effect op hoe andere banken met CRE-portefeuilles worden beoordeeld	Berekening attachment point heeft wellicht effect op hoe andere banken met CRE-portefeuilles worden beoordeeld

Toelichting:

a. Leningportefeuille: blijft bij APS op de balans van de bank en bij BB gaat die eraf. Dit heeft consequenties m.b.t. funding, kapitaal/RWAs, die hieronder worden belicht.
b. Attachment point bepaalt bij APS-structuur de hoogte van de voorzieningen in de toekomst te nemen en het first-loss bedrag t.l.v. de bank; bij BB bepaalt dit de overdrachtswaarde (discount).
c. Risico: bij APS wordt first loss door de bank genomen, dit is een voorspeld onzeker verlies waarvoor kapitaal wordt ingebracht en voorzieningen worden genomen. De Staat dekt het verlies boven first loss af. Bij BB wordt het verlies ineens genomen door de bank. Alle verliezen daarboven worden door de BB genomen, al dan niet met kapitaal of garantie van Staat of andere partijen.
d. Upside/downside: meevallende verliezen komen ten goede aan de bank bij APS. Meevallende verliezen in BB zijn voor aandeelhouders BB (Staat en/of andere partijen). Verliezen boven het attachment point komen bij APS t.l.v. de Staat.

e. Kapitaal: bij APS is er niet direct een afboeking van verliezen, maar wel een voldoende kapitaalbuffer voor verwachte verliezen. Bij BB schrijft de bank in één keer verlies af en moet daarvoor kapitaal aanvullen.
f. Funding: in geval van APS blijft die door de bank verstrekt worden; bij BB moet Bad Bank zijn eigen funding regelen. Dat kan via de bank of derde partijen, al dan niet met staatsgarantie.
g. Staatsschuld: bij APS geen effect op staatsschuld; bij BB mogelijk wel, indien de Staat de aandelen van BB geheel of gedeeltelijk houdt.
h. Inkomsten Staat: ontvangt in beide opties een fee voor de garantie boven attachment point; bij BB profiteert de Staat als aandeelhouder van upside indien kredietverliezen meevallen.
i. Bank inkomsten/uitgaven: bij APS ontvangt de bankrente-inkomsten -/- fundingkosten; bij BB zou bank een management fee kunnen ontvangen indien de bank het management van de portefeuille, namens BB, blijft doen. Voorts boekt onder APS de bank eventuele kredietverliezen en wordt bij BB een afschrijving ineens genomen.
j. Effect op bank: bij APS is de onzekerheid over het maximum van verliezen op de portefeuille weggenomen; er wordt gedurende vele jaren verlies geboekt op de portefeuille. Hierdoor wordt de bank niet volledig van zijn verleden bevrijd. Wel is er upside als de verliezen mee zullen vallen. Bij BB wordt in één klap schoon schip gemaakt, maar is er geen upside voor de bank.
k. Effect op financieel stelsel: de berekening van het attachment point heeft mogelijk effect op andere banken, omdat de markt (en mogelijk de toezichthouder) dezelfde methode zou kunnen toepassen op vergelijkbare portefeuilles van andere banken.

5.2.3 Voorbeelden van APS/Bad Bank structuren in het buitenland

Er zijn veel APS/Bad Bank structuren toegepast in de jaren 2008-2012 in het buitenland. Hieronder een paar korte beschrijvingen:

1. Verenigd Koninkrijk, HMT (HM Treasury) structuur (2009):
   - APS-structuur, assets blijven op balans van bank
   - Staat garandeert verliezen boven een bepaald punt (attachment point)
   - Een aantal grote banken heeft hier gebruik van gemaakt (RBS, Lloyds Bank)
   - Geen deelname in risico door andere private partijen
2. Ierland, NAMA (National Asset Management Agency) (2010):
   - SPV (Bad Bank) krijgt de assets overgedragen tegen een discount, die acceptabel is voor de EC
   - SPV is gefund via door NAMA gegarandeerde obligaties (95%) en achtergestelde leningen (5%)
   - Een groot aantal Ierse banken deed hieraan mee (Bank of Ireland, Allied Irish Bank, Anglo Irish Bank, EBS, Ireland Nationwide Building Society)
   - 51% van de aandelen in NAMA in handen van Ierse pensioenfondsen
3. België, KBC (2008):
   - APS specifiek voor KBC
   - € 20 mrd aan betrokken activa / leningen; € 3,2 mrd first loss voor KBC
   - Voor de rest nam KBC 10% van het risico en de Staat 90%
   - Geen betrokkenheid van andere private partijen
4. België, Royal Park (2008):
   - SPV/Bad Bank, specifiek voor Fortis, inclusief relatief groot aantal ietwat meer exotische leningen, zoals verpakte leningsvormen (CLO's)

- BNP Paribas en Ageas (rechtsopvolger van Fortis) hadden meerderheid aandelen in SPV
- Funding gegarandeerd door Staat
- Geen andere private partijen betrokken

5. Duitsland, FMS Wertmanagement, Bad Bank (2010):
   - SPV specifiek voor Hypo Real Estate
   - Alleen publieke middelen
   - Aankoop en management van impaired assets van Hypo Real Estate
6. Spanje, SAREB, Bad Bank (2012):
   - Assetmanagement bedrijf t.b.v. assets uit vier genationaliseerde banken, later werden de assets van twee andere banken toegevoegd
   - Funding door Spaanse en buitenlandse banken (55%) en de overheid (45%)

Uit bovenstaande voorbeelden blijkt, dat verschillende vormen op maat gemaakt voor specifieke situaties mogelijk waren. Het was niet noodzakelijk om andere private partijen erbij te betrekken. Overwegingen die daarbij een rol kunnen spelen zijn het al of niet meetellen als staatsschuld en burden sharing. Wat dat betreft hadden SNSR en MinFin voldoende vergelijkingsmateriaal ten tijde van hun discussies op dit punt.

5.2.4 APS/BB-structuren bekeken in scenario's tussen eind 2011-begin 2013

Hieronder zijn puntsgewijs een aantal voor APS/Bad Bank belangrijke momenten aangegeven in de aanloop naar de nationalisatie, om inzichtelijk te maken wanneer welke varianten aan de orde waren en welke afwegingen gemaakt zijn.

<u>Historie</u>

- Op 6 december 2011 werd de Roos/Mercurius werkgroep geactiveerd; het eerste verslag van de werkgroep op 12 december 2011 noemde als complex van problemen: PF-verliezen kan SNS Bank niet opvangen, staatssteun moet worden afgelost (uitgesteld van 2011 naar eind 2013), Double Leverage, verwevenheid Holding, REAAL en SNS Bank en onbekende woekerpolisclaims. APS, Bad Bank en cashflow-swap werden als mogelijke onderdelen van oplossingen aangemerkt. Als doelen werden gesteld: maximale bijdrage door de private sector, duurzaam, stabiliteit van de financiële sector, minimale bijdrage door Staat/belastingbetaler. En als randvoorwaarden: praktische haalbaarheid, politieke haalbaarheid, doeltreffendheid, proportionaliteit en voorbereidingstijd.
- Op 23 januari 2012 werden in een memo van de MinFin/DNB-werkgroep garanties op passiva en activa, mogelijk in de vorm van IAFB (= cashflow-swap, zoals bij ING in 2009) genoemd.
- In april 2012 werd gemeld:
  - Dat een nationalisatie-draaiboek als vangnet vrijwel klaar was.
  - Dat een garantie op de PF-portefeuille politiek niet haalbaar werd geacht (zie Frijns/Hoekstra, blz. 104).
- 17 april - 7 mei 2012: zgn. 'lineaal' met mogelijkheden werd vastgesteld door MinFin. APS/BB maakten hier deel van uit.
- Juni - augustus 2012: adviserende banken werkten aan variant met 3GBs en APS/BB voor PF, waarbij de 3GBs zouden investeren in SNS Bank als geheel (de zogenaamde 'good bank' constructie). DNB stelde vast dat verkoop van de verzekeraar, kapitaalversterking en APS/BB alle drie met elkaar verband hielden, als schuivende panelen. Om te komen tot het zogenaamde attachment point

werden door EY waarderingen verricht aan de Core en Non-Core portefeuille, na overleg hiertoe met DNB. Zo was in eerste instantie het begrip ontstaan, althans aan de zijde van SNSR, dat deze waarderingen ook gebruikt konden worden voor de EC in het kader van de benodigde REV-analyse.

- In september 2012 werd door MinFin met het EC-caseteam overlegd, waarin een APS/BB met de 3GBs werd voorgelegd. Tevens deelde DNB toen mee aan SNSR dat er een onafhankelijke waardering van de PF-portefeuille noodzakelijk was, aangezien EY (toch) niet als onafhankelijk werd beschouwd. Er werd toen een zoektocht gestart naar de juiste partij hiertoe, waarbij uiteindelijk de keus viel op C&W. Zij startte haar werkzaamheden in oktober 2012.
- Op 1 november 2012 werd het zgn. 'non-paper' door MinFin aan EC gestuurd. Hierin werd zowel de mogelijkheid van deelname aan APS/BB door de 3GBs, als deelname gedeeltelijk of geheel door de Staat genoemd. Naar aanleiding van het non-paper heeft EC aangegeven dat twee van de 3GBs ten gevolge van de hen opgelegde acquisition ban niet aan een 'good bank' mochten meedoen; in een later stadium, omstreeks 15 december 2012, meldde de EC dat dezelfde twee GBs (ABN AMRO en ING Bank) ook niet in een bad bank mochten deelnemen[69].
- MinFin gaf in het non-paper aan, dat kapitaal door de 3GBs of door de Staat zou kunnen worden verstrekt. Later nam MinFin het standpunt in dat door de 3GBs of, na weigering van EC om voor twee van hen een uitzondering op de acquisition ban toe te laten, door alleen Rabobank zou moeten worden deelgenomen. De variant waarin geen private partijen waren betrokken, kwam in december 2012 / begin januari 2013 blijkbaar in eerste instantie niet aan de orde. Pas op 10 januari 2013 kwam deze structuur ter sprake.
- Op 2 november 2012 gaven de 3GBs aan, dat de nieuwe Interventiewet wat hun betreft kon worden toegepast om burden sharing te bereiken.
- 6 november 2012 kwam CVC met een 2e voorstel, waarin de hele PF-portefeuille (Core en Non-Core) in APS of BB zou worden overgebracht.
- Vervolgens kwamen de 3GBs met een voorstel onder de naam 'Holding ploft', waarin de Holding failleerde en de 3GBs met kapitaal meededen in SNS Bank en Bad Bank.
- Op 18 december 2012 gaf Minister Dijsselbloem aan de 3GBs aan, dat € 1 mrd zou moeten worden bijgedragen met als onderbouwing, dat de totale operatie vermoedelijk ongeveer € 2 mrd zou gaan kosten, die 50/50% tussen Staat en 3GBs verdeeld zou moeten worden, waarvan € 1,5 mrd als nieuw kapitaal in SNS Bank en € 0,5 mrd in de Bad Bank geïnvesteerd zou worden.
- C&W concludeerde in haar rapport van 14 december 2012 tot een afwaardering van € 2,4-3,2 mrd op basis van berekende REV, en rond die datum meldde EC dat twee van de 3GBs niet in een bad bank mochten meedoen. Hierdoor werd het CVC-scenario moeilijker haalbaar.
- Op 10 januari 2013 vond via email overleg tussen MinFin en EC plaats over een variant waarin twee van de 3GBs konden kiezen voor een bankenheffing i.p.v. een directe deelname in een Bad Bank; een ander alternatief, dat blijkbaar voor EC acceptabel zou zijn geweest, was dat alle Nederlandse banken (indirect) aan een bad bank zouden meedoen, met de mogelijkheid te kiezen voor een bankenheffing, die dan vervolgens als funding van de Bad Bank zou worden gebruikt.
- Op 16 januari 2013 stelde de Minister van Financiën aan de 3GBs voor, om een bankenheffing aan de hele sector op te leggen, indien EC zou blijven bij haar eerder ingenomen standpunt, dat voor ING Bank en ABN AMRO een acquisition ban van toepassing zou zijn, met welke bankenheffing kapitaal

[69] Volgens de EC was dit al eerder, n.l. in oktober, aan MinFin gesignaleerd. MinFin vroeg om een uitgebreide juridische analyse, die tot midden december zou duren. Zie interview met EC/Koopman.

voor SNS Bank en Bad Bank bijeengebracht zou kunnen worden (zie Frijns/Hoekstra blz. 196). Aanvankelijk waren de banken positief, maar in de dagen daarna kwamen zij erop terug.

- Vervolgens kwam CVC met een aantal aangepaste voorstellen, op het laatst op 31 januari 2013, waarin de Bad Bank gedeeltelijk door de 3GBs werd gefinancierd (ervan uitgaande dat deze vorm voor EC acceptabel zou zijn).

Het voorstel dat CVC (uiteindelijk) deed bevatte een afsplitsing naar een SPV (Bad Bank), met een discount gebaseerd op REV-waardering van € 2,4 mrd (deze discount werd echter op het laatste moment (30 januari 2013) door MinFin verhoogd naar € 2,8 mrd). Het kapitaal in de SPV van ca. € 300 mio zou voor € 150 mio via een bankfinanciering komen en de Staat of in een vervolgvoorstel van de Staat en Rabobank, of bij wege van alternatief geheel van de Staat.

CVC ging ervan uit, dat als Rabobank niet zou meedoen, de Staat het gehele kapitaal van € 300 mio voor de Bad Bank voor haar rekening zou nemen. Voor wat betreft de door CVC beoogde constructie wordt verwezen naar Hoofdstuk 6.

<u>Overwegingen bij de verschillende oplossingen</u>

Het is duidelijk dat zo lang mogelijk geprobeerd is een APS/BB met de 3GBs vorm te geven. De motivering voor die opstelling was, zoals in januari 2012 door de Roos/Mercurius werkgroep werd aangegeven, om een maximale bijdrage van de private sector en een minimale bijdrage door de Staat/ belastingbetaler te bereiken. Buitenlandse partijen toonden geen belangstelling voor zo'n rol.

Toen de EC rechtstreekse deelname door ING Bank en ABN AMRO niet alleen in een good bank, maar ook in een bad bank verbood (omstreeks 15 december 2012) is door MinFin nog bekeken of dit via een algehele bankenheffing op te lossen zou zijn (maar de 3GBs voelden daar niet voor) en heeft CVC getracht een structuur te vinden die voor EC acceptabel zou zijn. Deze CVC-oplossing is uiteindelijk niet aan de EC voorgelegd. Deskundigen vinden het merkwaardig dat CVC niet geïnformeerd is over de mogelijkheid om de bankenheffing in te zetten als oplossing voor het acquisition ban probleem.

Samenvattend, uiteindelijk is door MinFin de conclusie getrokken dat een APS/Bad Bank structuur zonder deelname door de 3GBs niet wenselijk was en dat de door CVC voorgestelde vorm voor de EC niet acceptabel zou zijn.

De 3GBs hebben een voorstel van MinFin om via een bankenheffing de Bad Bank/CVC-oplossing mogelijk te maken uiteindelijk afgewezen. Bij deze keuze kunnen deskundigen zich niet aan de indruk onttrekken dat deze banken niet echt openstonden voor een vierde, weliswaar kleinere, grootbank in handen van een private equity eigenaar. Dit zou immers het concurrentiemodel in Nederland behoorlijk hebben kunnen versterken (denk hierbij ook aan het verzoek van de NMa in deze richting aan MinFin[70]). De drie grootbanken hebben hun voorkeur op dit punt ook duidelijk laten doorschemeren aan MinFin, waarbij laatstgenoemde ook melding maakte van mogelijke juridische risico's (lees: claims) in deze variant. Bovendien vond MinFin het politiek lastig te verkopen dat grootbanken zouden bijdragen aan een oplossing met een private equity eigenaar in de hoofdrol, die er later wellicht tientallen procenten rendement aan zou behalen. Kortom, ook MinFin had grote aarzelingen bij c.q. weinig vertrouwen in een samenwerking met private equity.

[70] Medio december 2012 maakt toenmalig directeur van de NMa, Henk Don, duidelijk aan de Minister dat hij voorstander is van het private equity alternatief voor SNS Bank, omdat op deze wijze er meer concurrentie kon blijven bestaan binnen het toch al niet zo sterk gefragmenteerde Nederlandse bankwezen.

In een brief van 18 december 2012 aan MinFin heeft de NMa haar visie gegeven op de mededingingsaspecten. In de brief wordt aandacht gevraagd voor de visie van NMa op de mededingingsaspecten van de recente ontwikkelingen rond SNS Bank:
"*De bancaire sector in Nederland is als geheel in hoge mate geconcentreerd en een aantal relevante markten binnen de sector moet als oligopolistisch worden gekwalificeerd. Uitgaande van cijfers over belangrijke bancaire producten, ontleend aan een analyse van de Europese Commissie in 2007, bedraagt het marktaandeel van de drie grootste banken bijvoorbeeld 96% voor particuliere betaalrekeningen. Ook de markten voor zakelijke producten kennen hoge concentratiegraden (met gezamenlijke marktaandelen van de drie grootbanken rond de 90%).*

Overname van SNS Bank door een kapitaalkrachtige investeerder zonder banden met de grootbanken lijkt ons een doeltreffend middel om SNS Bank de komende jaren als onafhankelijke bank te behouden en bedoelde risico's te vermijden. Aldus heeft de eerste optie zonder meer onze voorkeur".
Met bedoelde risico's werd gedoeld op de vermindering van de concurrentiedruk bij de gesignaleerde hoge concentratiegraad alsmede op het risico van een collectieve machtspositie en marktcoördinatie.

MinFin heeft niet de stap gezet dan maar zonder één of meer van de 3GBs een APS/Bad Bank mogelijk te maken met uitsluitend een bijdrage van de Staat of alle Nederlandse banken in een Bad Bank mee te laten doen.

<u>Mogelijke APS/BB-varianten met Staatsgarantie zonder deelname 3GBs of met alle Nederlandse banken</u>
Een variant waarbij de Staat zonder deelname van andere Nederlandse banken een APS of Bad Bank mogelijk maakt is, voor zover deskundigen hebben kunnen constateren, zoals hiervoor opgemerkt, niet als concreet alternatief aan de orde geweest. Wel is deze variant op 16 januari 2013 door de Minister genoemd aan de 3GBs, waarbij een bankenheffing voor de gedeeltelijke financiering zou zorgen. De 3GBs waren aanvankelijk positief, maar later blijkbaar niet meer.

Eerder werd in het non-paper de mogelijkheid opengehouden dat de Staat zonder private deelname zou optreden*: 'This capital injection could be provided by the private sector (i.e. de 3GBs, red.) and/or the Dutch State'.* Ook in verschillende presentaties van Morgan Stanley, adviseur van MinFin, werd deze variant als mogelijkheid genoemd. CVC vermeldde deze variant in haar laatste termsheet.

Op basis van voorbeelden in het buitenland en op basis van gesprekken[71], achten deskundigen het mogelijk dat een APS met garantie door de Staat of een Bad Bank variant zonder deelname van Nederlandse banken had kunnen werken (of alternatief met deelname van alle Nederlandse banken).

Deze zou als APS-variant:

- on-balance bij SNS Bank hebben kunnen blijven, met als nadeel dat er, behalve de afschrijvingen, geen RWA vrijval plaats zou vinden en voor 5-7 jaar nettobetalingen aan de Staat zouden plaats vinden. Wel zou SNS Bank in een eventuele up-side hebben kunnen delen en gebruik hebben kunnen maken van de tax shield;

of als Bad Bank-variant:

- in een aparte vennootschap (SPV) kunnen worden ondergebracht, waarbij de PF-portefeuille door SNS Bank volledig wordt overgedragen na een afschrijving van € 2,4 mrd. Kapitalisatie (€ 0,4 mrd op

[71] Interviews met EC/Koopmans, Morgan Stanley, en meerdere met MinFin.

basis van ca. 8% vereist kapitaal) zou door de Staat kunnen worden ingebracht, die hiervoor een bankenheffing had kunnen aanwenden[72].

Hierbij zou een APS-variant wellicht al eerder in 2012 onderzocht hebben moeten worden, in een poging zo veel mogelijk burden sharing mogelijk te maken. Dit had ook de waarde discussie binnen PF vervroegd, hetgeen een voordeel zou zijn geweest. Opgemerkt zij echter bovendien dat de voltooiing van de waardering door EY lange tijd in beslag nam, hetgeen de besluitvaardigheid ook niet ten goede is gekomen. Gezien de verdere verslechtering van de markten in 2012, zou richting tweede helft 2012 een directe afscheiding middels een Bad Bank meer logisch zijn geweest.

First-loss bepaling

Een first-loss bepaling diende te geschieden op de door EC voorgeschreven wijze op basis van de REV-methode; hiervoor was C&W ingeschakeld door MinFin. C&W kwam op 14 december 2012 met een afwaardering van € 2,4 mrd (Base Case) en € 3,2 mrd (Adverse Case) op basis van de balansgegevens van PF per eind juni 2012. Het is deskundigen niet duidelijk geworden, zoals ook betoogd in Hoofdstuk 4.2.2, waarom de Minister besloten heeft niet € 2,4 mrd als afboeking aan te houden, maar en wel in de allerlaatste fase van de onderhandelingen met CVC, een hoger bedrag van € 2,8 mrd aan te houden. Hier is ook bij navraag geen bevredigende verklaring voor gegeven, anders dan dat dit 'prudenter' zou zijn. Uit een mailwisseling tussen MinFin en EC lijkt te lezen dat een fors(er) afgewaardeerde portefeuille als Bad Bank mogelijkerwijs niet geconsolideerd hoefde te worden door de Staat en dus geen impact zou hebben op het EMU-tekort.

Deskundigen merken op dat EC niet zozeer bezorgd was over een te hoge afboeking, maar juist wilde voorkomen dat een staatsbijdrage te hoog zou uitpakken; vandaar de eis om een REV te bepalen, die normaal gesproken in distress situaties significant boven vigerende marktprijzen zou liggen. Een REV-berekening geeft aan wat de minimale afboeking zou moeten zijn en die was volgens C&W € 2,4 mrd. Deskundigen zijn van oordeel dat € 2,4 mrd een beter te verdedigen afschrijving is dan de door de Minister op het allerlaatste moment gekozen € 2,8 mrd (zie ook Hoofdstuk 6.4.3 en 4.2.2).

SNS Bank na uitvoering van Bad Bank

Als gevolg van de extra afboeking van € 2,4 mrd en vrijval van ca. € 5 mrd RWAs had SNS Bank geherkapitaliseerd moeten worden. Onderdeel van deze herkapitalisatie zou dan een burden sharing onderhandeling met aandeelhouders en achtergestelde schuldeisers zijn geweest. SNS Bank zou na deze acties degelijk genoeg zijn om op een duurzame wijze verder te kunnen opereren.

5.2.5 Conclusie

Zoals deskundigen in de verschillende interviews[73] te horen kregen, is het uiteindelijk mislukken van het vormen van een acceptabele oplossing, niet zijnde de nationalisatie, met name te wijten geweest aan een te grote hoeveelheid scenario's die in 2012 tegelijkertijd moest worden bekeken, door te veel verschillende partijen, inclusief adviseurs, en ontbrak het aan een duidelijke regie[74]. DNB stelt dat regie in november naar MinFin overging, MinFin stelt dat SNSR in de lead was en SNSR (Latenstein, Lamp, RvC) stelt dat zij van

[72] Merk op dat CVC een lagere funding van ca. € 0,3 mrd voldoende achtte, vanwege de reeds prudente waardering en het feit dat de Staat de financiering verder zou garanderen.
[73] Zie interviews J.P. Morgan, ASR, SNSR (Latenstein en Lamp), CVC en GS.
[74] Zie interview MinFin2, DNB, SNSR (Latenstein en Lamp) en CVC.

MinFin niet met bepaalde partijen mochten praten, in het bijzonder niet met de 3GBs. Tussendoor viel bovendien het kabinet, waren er verkiezingen en trad in november 2012 een nieuwe minister aan[75].

Er werd, achteraf gezien, veel tijd verloren door te proberen REAAL te verkopen, terwijl dat door de Double Leverage en verwevenheid van Holding, bank en verzekeraar, niet een afdoende oplossing voor het PF-probleem zou hebben kunnen bieden. Bovendien werd er volgens deskundigen niet echt doorgepakt op een daadwerkelijke oplossing voor PF middels een APS of BB. Het is deskundigen niet goed duidelijk geworden waardoor dit werd veroorzaakt.

In algemene zin waren er op dat moment reeds voldoende voorbeelden in andere landen van toegepaste APS- en Bad Bank-structuren, die ook in de SNSR-situatie toegepast hadden kunnen worden.

Deskundigen zijn van mening dat een APS/Bad Bank-oplossing, waar alleen de Staat aan zou hebben deelgenomen, had kunnen werken. Hiervan zijn voldoende succesvolle voorbeelden rond die tijd in het buitenland. Een bankenheffing had op basis van de tijdelijke Resolutiewet, t.b.v. 'een eenmalige oplossing voor het unieke geval van SNS REAAL', in werking getreden op 1 januari 2014, ook toegepast kunnen worden in deze situatie, waarmee een gedeelte van het kapitaal van SNS Bank en van de Bad Bank had kunnen worden gegenereerd. MinFin had deze door haar voorgestelde oplossing, ondanks gebrek aan enthousiasme bij de 3GBs, kunnen doorzetten. Zo zou de CVC-optie realistisch geworden zijn. De doelstellingen, zoals geformuleerd in januari 2012 door de werkgroep Roos/Mercurius, waaronder maximale bijdrage private sector en minimale bijdrage door de Staat, hadden door bankenheffing, verwatering en schuldenherstructurering gerealiseerd kunnen worden.

Deze APS/BB-variant wordt verder behandeld in Hoofdstuk 6 waarin het CVC-scenario nader wordt toegelicht.

5.3 Capital Restructuring

SNSR was een aan de beursgenoteerde vennootschap, zodat via het uitschrijven van een benodigde, waarschijnlijk zeer grote, emissie een beroep had kunnen worden gedaan op de kapitaalmarkten. In 2012 werd geschat dat een aandelenemissie van mogelijk € 1 mrd nodig was om de kapitaaltekorten t.g.v. naar verwachting benodigde afschrijvingen PF op te vangen (zie ook Hoofdstuk 4). De vermogensstructuur van SNSR was echter in de jaren daarvoor nogal ingewikkeld geworden. Naast gewone aandelen kende SNSR CT-1 securities (voor de Staat en voor de Stichting Beheer) en aandelen B, welke eveneens door de Stichting Beheer werden gehouden. Voor een emissie zou bovendien de nominale waarde van de aandelen A (de gewone publiek genoteerde) en B (€ 1,63 per aandeel) moeten worden verlaagd. De CT-1 securities en de B-aandelen zouden moeten worden geconverteerd in nieuwe aandelen C, hetzij in New Shares.

Indien de Staat meer dan 30% van de stemrechten zou verkrijgen, zou zij wellicht een verplicht bod op de resterende aandelen hebben moeten uitbrengen. Ook dit zorgde voor een complicerende en daarmee vertragende factor in de nadere analyse van de capital restructuring.

Een dergelijke emissie van deze grootte bleek onder meer vanwege de ontstane ingewikkelde vermogensstructuur, de zwakke financiële situatie van SNS Bank en met name van PF als beschreven in

[75] In enkele interviews werd aangegeven dat voormalig Minister van Financiën, De Jager, meer open zou staan voor een private oplossing met private equity dan zijn opvolger Dijsselbloem en dat de demissionaire Minister (De Jager) reactief werd (21 april 2012 – 5 november 2012).

Hoofdstuk 4, en de uitdagende marktomstandigheden, moeilijk haalbaar. Bovendien was er het probleem dat ook toekomstige nieuwe beleggers in de aandelen een beter zicht zouden willen hebben op de resterende risico's in PF. Met andere woorden: om een dergelijk grote emissie mogelijk te maken, had ook eerst een oplossing voor PF moeten bestaan, die dan nader toegelicht zou kunnen worden. Een emissie in het kader van en als onderdeel van de door CVC beoogde transactie was naar het oordeel van deskundigen wel mogelijk geweest. Zie Hoofdstuk 6 voor nadere details.

Met de 3GBs is nog uitvoerig besproken de mogelijkheid van een kapitaalinjectie in SNSR, op Holding-, dan wel op bankniveau in combinatie met een APS, waarbij de Staat het staartrisico zou dragen. De 3GBs stonden echter kritisch ten opzichte van de beoogde structuur en stelden een aantal randvoorwaarden (t.a.v. rendement, medewerking EC, burden sharing, limitering bijdrage, etc.), waaraan uiteindelijk niet kon worden voldaan. In het kader van capital restructuring is tot slot nog aan de orde geweest een Debt-for-Equity exchange en een combinatie van APS-structuur met Capital Restructuring en verkoop van de verzekeraar. Zie verder bovenstaande toelichting betreffende APS/Bad Bank en onderstaande toelichting over de verkoop verzekeraar.

Er is met investment banks bekeken of een dergelijke capital restructuring mogelijk was. Eén van de problemen bij een emissie was de complex geworden kapitaalstructuur – deze zou vereenvoudigd moeten worden. Dit zou onder andere hebben kunnen inhouden om achtergestelde schulden in aandelen te converteren en daarmee ook een vorm van burden sharing toe te passen. Dit is vergelijkbaar met de zogenaamde Liability Management exercitie van CVC. Feitelijk is dit vergelijkbaar met hoe zogenaamde coco's (conditional convertibles) later zijn gaan werken, namelijk een vorm van debt, die bij het bereiken van bepaalde parameters verplicht omgezet wordt in equity en als zodanig als loss-absorbing instrument kan worden meegeteld.

Zolang echter de onzekerheid over toekomstige afschrijvingen van PF niet was weggenomen en gezien de negatieve stemming op de kapitaal- en aandelenmarkten was er onvoldoende uitzicht dat zo'n herstructurering en bijbehorende emissie zou kunnen slagen. Er waren in elk geval serieuze kandidaten nodig om een dergelijke emissie te underwriten (lees: succes te garanderen).

In 2012 rapporteerden rating agencies regelmatig over SNSR, SNS Bank en REAAL. Onderwerpen waren impliciete staatssteun, CT-1's gehouden door de Staat, solide verzekeringsactiviteit, onzekerheid rond PF-verliezen en complexe kapitaalstructuur. In juli 2012[76] werd verwacht dat REAAL verkocht zou worden, maar dat dat niet alle problemen zou adresseren. 'Deleveraging' werd als belangrijke doelstelling aangegeven.

Conclusie van deskundigen is dat een capital restructuring in de gegeven omstandigheden een hele logische optie was geweest, doch zeer lastig realiseerbaar, met name vanwege (i) de complexiteit van de bestaande structuur, (ii) de onduidelijke toekomst van PF en (iii) het zeer uitdagende klimaat op vermogensmarkten in 2012, waardoor het niet zeker was of nieuwe investeerders in dergelijk grote mate zouden willen instappen en er dus (te) veel underwriting risk zou liggen voor de begeleidende banken bij een dergelijke emissie.

5.4 M&A-scenario's

Aanvankelijk werd alleen naar een verkoop van de schadeverzekeraar gekeken, omdat dat een relatief eenvoudige transactie zou zijn, met weinig ontvlechtingsproblemen; tevens had de EC in haar beoordeling van het herstructureringsplan al aangedrongen op deze variant. Echter, ondanks de belangstelling, bleek de

[76] Fitch report 18 juli 2012

opbrengst hiervan ruim onvoldoende voor de problematische issues bij SNSR. Vervolgens is naar de verkoop van SNS Bank gekeken, maar daar bleek onvoldoende belangstelling voor. Als laatste optie is een verkoop van REAAL onderzocht, waar een fusie met ASR als mogelijkheid opkwam. Uiteindelijk leverden geen van deze drie routes een werkbare oplossing op en kwam een totaaloplossing met CVC als investeerder als laatste mogelijkheid ter tafel. Meer in detail waren de M&A-opties qua volgorde in de tijd als volgt.

5.4.1 Verkoop (schade-)verzekeraar

In eerste instantie hebben de adviseurs van SNSR de interesse voor een verkoop van de schadeverzekeraar verkend. In dit kader kwam onder andere CVC voor het eerst naar voren als een mogelijke koper. De hoogte van de indicatieve bieding voor dit onderdeel door CVC was € 625 mio, maar was echter zodanig dat deze oplossing onvoldoende soelaas bood. Hierop volgend gingen de adviseurs door met een mogelijke verkoop van de gehele verzekeraar.

Medio 2012 zijn in dit kader gesprekken gevoerd met onder meer Achmea, Aegon, ASR, Delta Lloyd en Swiss Re. Op dat moment was reeds via publicaties in de media in de markt bekend, dat SNSR zich in een kwetsbare situatie bevond, hetgeen uiteraard niet bevorderlijk was voor het behalen van een maximale verkoopopbrengst. De inschatting was dat, op basis van ontvangen informele biedingen, de opbrengst van de verkoop van REAAL als geheel weer te gering zou zijn om - na aflossing van de schuldeisers op het niveau van SNSR en na aftrek van ontvlechtingskosten - het kapitaal van SNS Bank voldoende te versterken. De verkoopopbrengst zou mogelijk niet toereikend zijn om de Holding SNSR op een ordentelijke manier af te wikkelen, middels aflossing van de zogenaamde double leverage.

Uiteindelijk werd tot de conclusie gekomen dat verkoop van alleen REAAL, zonder dat uitzicht op een structurele (totaal) oplossing voor de rest van de groep bestond, onverantwoord zou zijn.

Ook DNB was van mening dat het om een totaaloplossing moest gaan en dat een op zichzelf staande verkoop van REAAL niet tot deze totaaloplossing zou leiden. Immers, een verkoop van de verzekeringsactiviteiten zonder nadere steunmaatregelen zou waarschijnlijk tot insolventie van de Holding SNSR en SNS Bank leiden, hetgeen te risicovol zou zijn uit oogpunt van financiële stabiliteit. Verwezen wordt naar de brief van DNB aan MinFin, d.d. 24 januari 2013, in dit kader.

Door verschillende partijen werden biedingen op REAAL gedaan, die allen non-binding of indicatief waren, omdat er nog uitgebreide Due Diligence gedaan moest worden.

ASR legde het hoogste bod neer (waaruit opgemaakt kan worden dat die partij de meeste synergiën zag). Een aantal andere verzekeraars, ook uit het buitenland, en CVC gaven indicatieve prijzen af.

Problemen die werden aangegeven door de geïnteresseerden waren de onzekerheid rond de te verwachten schade met betrekking tot de woekerpolissen en de daarop genomen voorziening (partijen schatten extra te nemen voorzieningen in van tussen € 100-600 mio), een groter lang leven risico mede in verband met toekomstige Solvency 2 vereisten en ontvlechtingsissues uit het SNSR-concern.

Verder werd duidelijk dat de mogelijke opbrengst van rond € 1,5 mrd onvoldoende was om zowel de double leverage, bij Reaal Holding als ook bij SNS Reaal Holding, als het kapitaaltekort bij SNS Bank op te lossen.

5.4.2 Verkoop van de aandelen of van activa en passiva van SNS Bank

Ook de verkoop van de bank aan een derde partij is een mogelijke oplossingsrichting geweest. Gezien de aard van de activiteiten van SNS Retail Bank (immers, er was geen belangstelling voor PF), met name een nationaal hypotheekboek, gefinancierd met spaardeposito's en zogenaamde wholesale funding, lag hierbij een combinatie met ABN AMRO dan wel met NIBC (via haar eigenaar JC Flowers) het meest voor de hand. Ook voor buitenlandse partijen zou de aankoop van SNS Retail Bank een mogelijke entree hebben kunnen vormen op de Nederlandse markt. Echter, de meeste buitenlandse banken hadden al voldoende problemen op hun eigen markten, eerder zelf staatssteun ontvangen en een aantal van hen had bijbehorende acquisition bans, dan wel zagen de Nederlandse markt als minder aantrekkelijk, onder andere vanwege de beperkte omvang.

Al redelijk snel kwam SNSR hierdoor tot de conclusie dat ABN AMRO zou overblijven en wellicht ook JC Flowers' NIBC. Hoewel ABN AMRO serieuze belangstelling toonde voor het SNS Retail Bank-boek, haar mogelijkheden om over te gaan tot echte actie waren beperkt: (i) de Staat was haar uiteindelijke aandeelhouder en wilde beide activiteiten niet inefficiënt combineren en (ii) ook de EC zou zich vermoedelijk negatief uitspreken omtrent een uitzondering op de voor ABN AMRO geldende acquisition ban, zeker ook in het licht van een mogelijke verdere concentratie binnen het Nederlandse bankgezelschap. NIBC zou wat dat betreft een betere kandidaat zijn geweest; echter, ook haar eigenaar wilde niet doorpakken.

Kortom: een verkoop van de bank was een zeer lastige opgave, niet in de laatste plaats vanwege de risico's van met name PF. Echter, ook voor SNS Retail Bank was de facto geen serieuze private (binnenlandse of buitenlandse) interesse. Het bankenlandschap was destijds in Europa zeker niet rooskleurig en wellicht zou een private equity eigenaar nog meer voor de hand hebben gelegen. Bij CVC was de belangstelling, zeker in eerste instantie, echter met name gericht op de verzekeraar REAAL; wellicht hadden andere private equity eigenaren ook belangstelling kunnen tonen voor deze 4e bank van Nederland.

5.4.3 Transactie met CVC

Voor verdere gedetailleerde toelichting wordt hierbij verwezen naar Hoofdstuk 6.

Kortgezegd was CVC er al vroeg bij, met haar belangstelling aanvankelijk alleen voor de schadeverzekeraar. Nadat die optie niet verder werd vervolgd door SNSR, heeft CVC ook gekeken naar de levensverzekeraar, waarbij CVC vooral interesse had in een zogenaamde closed book approach (dit betekent dat er geen nieuwe polissen meer bij komen en het bestaande boek zo efficiënt mogelijk wordt bediend en uitgemanaged).

Hierbij is ook uitgebreid gekeken naar een combinatie van REAAL en ASR. De gedachte hierachter was dat consolidatie in de Nederlandse verzekeringsmarkt als noodzakelijk werd gezien en tussen REAAL en ASR aanzienlijke kosten-synergiën te behalen zouden zijn. CVC schatte die synergieën op € 100-160 mio per jaar. Uiteindelijk is de CVC-optie uitgegroeid tot een allesomvattende, waarin ook SNS Bank en de Holding betrokken werden.

5.4.4 Bod van ASR

Op 14 december 2012 deed ASR een voorstel aan MinFin om SNS REAAL over te nemen als alternatief voor het CVC-bod. ASR was namelijk nogal negatief over de wijze waarin zij in het CVC-voorstel werd opgenomen

en over de manier waarop dat was gegaan (pas in december had ASR van MinFin officieel gehoord dat CVC ASR in haar plannen had meegenomen).

ASR presenteerde het voorstel als superieur aan dat van CVC, argumenterend dat CVC een veel hoger rendement vereiste dan ASR[77] . Het ASR bod is deskundigen ter beschikking gesteld[78]. MinFin heeft deze optie niet met partijen besproken, in het bijzonder niet met SNSR[79].

Kort daarop heeft MinFin ASR laten weten deze optie niet te zullen onderzoeken. MinFin nam het voorstel niet geheel serieus en zag het meer als een teken van ongenoegen van ASR met het CVC-bod[80]. Ook werd het ASR-bod beoordeeld als te veel publiek, immers de Staat was 100% aandeelhouder van ASR. Toch was deze optie in de ogen van deskundigen wellicht te prefereren geweest boven een volledige nationalisatie, omdat er privaat geld (ca. € 600 mio) voor opgehaald zou worden. Hiervoor had ASR ook al met haar adviseurs en marktpartijen overlegd.

Na de afwijzing door MinFin is ASR er niet meer op teruggekomen. Volgens MinFin een teken dat ASR niet serieus was; volgens ASR echter hadden zij te horen gekregen dat het niet de bedoeling was op deze weg verder te gaan.

5.5 Overdrachtsinstrument

Met het overdrachtsinstrument kon DNB zonder tussenkomst van de rechter een (deel van een) falende bank (in casu SNS Bank) onderbrengen bij een andere bank. DNB had geen bevoegdheden ten aanzien van de Holding SNSR en de verzekeringsholding Reaal. Er is in dat kader door DNB gekeken naar een overdracht van alle aandelen in SNS Bank. Daarnaast is een overdracht van de activa en passiva van SNS Bank met uitzondering van het eigen vermogen en de achtergestelde schulden onderzocht.

In haar brief van 24 januari 2013 aan MinFin schrijft DNB:
"Naast de onderhandelingen die zijn gevoerd over een private transactie, heeft DNB onderzocht of en op welke wijze zij haar overdrachtsinstrument zou kunnen inzetten. De bevoegdheden van DNB terzake van het overdrachtsinstrument zijn gericht op de aandelen in SNS Bank en de onder toezicht staande verzekeraars alsmede op activa en passiva van deze instellingen, maar geeft DNB geen bevoegdheden ten aanzien van de Holding SNS REAAL en de verzekeringsholding REAAL. Er is in dat kader ten eerste gekeken naar een overdracht van alle aandelen in SNS Bank. Daarnaast is een overdracht van de activa en passiva van SNS Bank met uitzondering van het eigen vermogen en de achtergestelde schulden onderzocht.

Vanwege de risico's van PF was er de facto geen private (binnenlandse of buitenlandse) partij geïnteresseerd in een overname van de aandelen of de activa en passiva van SNS Bank. Daarmee was er ook geen private partij voorhanden aan wie de aandelen of de activa en passiva van SNS Bank door middel van het overdrachtsinstrument hadden kunnen worden overgedragen. Rechtstreekse overdracht van aandelen of activa en passiva van SNS Bank aan de Staat door middel van het overdrachtsinstrument is wettelijk niet toegestaan. Dat betekent dat, om het overdrachtsinstrument te kunnen inzetten, de Staat een nieuwe brugbank in de vorm van een afzonderlijke juridische entiteit had moeten oprichten aan wie vervolgens de aandelen of de activa en passiva

[77] Zie interviews ASR Baeten/Van der Pol, NLFI en MinFin.
[78] Zie dataroom 01.01.04.02.02.04 'Alternatief voorstel ASR voor MinFin'.
[79] Interviews SNSR Latenstein, Lamp.
[80] Interview MinFin2.

van SNS Bank via het overdrachtsinstrument hadden kunnen warden overgedragen. Deze brugbank zou, gezien de recente opstelling van de EC die een participatie van de private sector partijen in de brugbank blokkeert, volledig door de Staat moeten worden gefinancierd. Gevolg hiervan is dat de inzet van het overdrachtsinstrument in dit geval een zeer vergelijkbaar resultaat zou opleveren als een onteigening door de Staat en daarmee niet als een alternatief voor onteigening kan worden beschouwd.

Daarnaast geldt dat het inzetten van het overdrachtsinstrument door DNB geen totaaloplossing zou opleveren vanwege het gebrek aan bevoegdheid om op het niveau van SNS REAAL in te grijpen. Ook na een overdracht van de aandelen of de activa en passiva van SNS Bank aan een door de Staat opgerichte en gefinancierde brugbank zouden SNS REAAL en REAAL dusdanig zwak gekapitaliseerd achterblijven, dat - zonder additionele steunmaatregelen - ernstig rekening zou moeten worden gehouden met een insolventie van SNS REAAL hetgeen, zoals hiervoor in paragraaf 3 uiteengezet uit oogpunt van financiële stabiliteit te risicovol is".

5.6 Nationalisatie

In een intern advies van de ambtelijke top van MinFin aan de Minister d.d. 11 januari 2013 staat vermeld: "Volgens ons is onteigening de enige oplossing die resteert. Bent U hiermee akkoord?".

Ook DNB heeft herhaaldelijk aangegeven bij gebrek aan een betere oplossing de nationalisatie van de groep als enige resterende oplossing voor SNSR te zien. Uiteraard was deze optie voor SNSR zelf pas de laatste die aan bod zou moeten komen, want intern werd deze oplossing als een 'mogelijk falen' geduid.

DNB schrijft in haar brief d.d. 24 januari 2013 aan MinFin:

"Om een besluit tot onteigening te kunnen nemen, moet sprake zijn van een situatie van `ernstig en onmiddellijk gevaar voor de stabiliteit van het financiële stelsel'. Zoals in de inleiding van deze brief is opgemerkt, acht DNB het niet langer verantwoord dat SNS Bank het bankbedrijf uitoefent in het geval DNB in haar definitieve SREP-besluit eenzelfde maatregel aan SNS Bank oplegt als genoemd in het voorgenomen besluit en SNS Bank vervolgens binnen de daarvoor gegeven termijn niet aan de opgelegde maatregel voldoet. Naar het oordeel van DNB is op dat moment ook voldaan aan het bovengenoemde, wettelijke criterium voor nationalisatie. Indien U zou besluiten niet tot nationalisatie over te gaan, zou DNB zich vanuit haar toezichtverantwoordelijkheid immers genoodzaakt zien over te gaan tot het aanvragen van de noodregeling, hetgeen toepassing van het DGS zou betekenen".

Tot zover een overzicht van alle onderzochte oplossingen.

5.7 Conclusies en observaties van DNB, MinFin, SNSR en CVC

<u>DNB</u>
Uit de vorige paragraaf blijkt dat DNB tot de conclusie was gekomen, dat, naar het zich op dat moment liet aanzien, nationalisatie van de groep als geheel de enig resterende oplossing voor SNSR was. Om een besluit tot onteigening te kunnen nemen, moet sprake zijn van een situatie van 'ernstig en onmiddellijk gevaar voor de stabiliteit van het financiële stelsel'. Zoals in de inleiding van de bovengenoemde brief is opgemerkt, achtte DNB het niet langer verantwoord dat SNS Bank het bankbedrijf uitoefende in het geval DNB in haar definitieve SREP-besluit eenzelfde maatregel aan SNS Bank op zou leggen als genoemd in het

voorgenomen besluit en SNS Bank vervolgens binnen de daarvoor gegeven termijn niet aan de opgelegde maatregel zou voldoen. Naar het oordeel van DNB was op dat moment ook voldaan aan het bovengenoemde, wettelijke criterium voor nationalisatie. Indien MinFin toch zou besluiten niet tot nationalisatie over te gaan, zou DNB zich vanuit haar toezichtverantwoordelijkheid immers genoodzaakt hebben gezien over te gaan tot het aanvragen van de noodregeling, hetgeen toepassing van het DGS zou hebben betekend.

Daarbij was volgens DNB een noodsituatie aanstaande. In de inleiding van deze brief is gewezen op het risico van vertrouwensverlies door uitstel van de publicatie van de jaarcijfers zonder aankondiging van een totaaloplossing voor SNSR. Er was reeds sprake van vertrouwensverlies, hetgeen zich heeft geuit in een uitstroom van gelden van circa € 1,4 mrd sinds de berichten van 16 januari 2013 over de opstelling van de EC in dit dossier; zonder vertrouwen van het publiek in het vangnet van de Staat zou deze uitstroom overigens waarschijnlijk aanmerkelijk hoger zijn geweest.

Naast uitstel van de publicatie van de jaarcijfers zonder aankondiging van een totaaloplossing, signaleerde DNB andere gebeurtenissen die een noodsituatie konden inluiden. Ten eerste kon DNB niet toestaan dat REAAL en/of SNS Bank hun kredietverlening aan de Holding SNS REAAL zouden uitbreiden, waarmee de externe financiering binnen SNSR, die begin maart zou vervallen[81], afgelost had kunnen worden.

"Naar verwachting leidt dit bij gebrek aan andere financieringsmogelijkheden tot betalingsonmacht van de Holding. Daarnaast zou SNS Bank bij gebrek aan een oplossing, vanwege de zeer zwakke kapitalisatie en de negatieve ontwikkeling daarvan, het risico lopen niet langer toegang tot de ECB-faciliteiten te hebben. In combinatie met de uitstroom van gelden die reeds heeft plaatsgevonden, zou SNS Bank hierdoor in onmiddellijke liquiditeitsproblemen kunnen komen."

Tot zover de citaten uit de brief van DNB aan MinFin d.d. 24 januari 2013.

<u>MinFin</u>

MinFin was op 11 januari 2013 tot de conclusie gekomen dat nationalisatie de enige oplossing was die resteerde. Reden hiervoor was dat de CVC-optie in haar ogen niet zou werken, onder andere omdat de risico's en opbrengsten onevenredig verdeeld zouden worden, de EC deelname van 2 van de 3GBs in een bad bank had verboden en de governance van de oplossing onevenwichtig zou zijn. Latere ontwikkelingen zoals het aanbod (op 16 januari 2013) van MinFin aan de 3GBs om met een bankenheffing een bad bank mogelijk te maken (dat door de EC werd gesteund) en de aanpassingen die CVC tot en met 31 januari deed om zoveel mogelijk MinFin/DNB tegemoet te komen, hebben in die conclusie van 11 januari blijkbaar geen verandering gebracht.

<u>SNSR en CVC</u>

Door SNSR en CVC (inclusief hun adviseurs) werd hier anders tegenaan gekeken; de meest betrokkenen hadden niet verwacht dat uiteindelijk voor nationalisatie werd gekozen, omdat een gedeeltelijk private oplossing, met CVC, binnen handbereik lag.

SNSR (RvB en RvC), CVC en hun adviseurs dachten dat zij op 31 januari 2013 een oplossing hadden die te prefereren was boven nationalisatie[82]. Er was onbegrip dat DNB en MinFin de combinatie niet nog een

[81] Dit betreft een EMTN-lening van in totaal € 551 miljoen, waarvan € 342 miljoen extern was geplaatst.
[82] Zie interviews SNSR (Latenstein, Lamp, RvC), CVC, J.P. Morgan.

aantal weken gaf om het bod te vervolmaken, zeker aangezien het bod nog recent voor de zoveelste keer was aangepast. De voordelen van dit bod worden in Hoofdstuk 6 uitgebreid beschreven, maar waren in het kort:

- € 0,9 mrd private bijdrage
- Afdekken van PF-downside risico
- Ruime mate van burdensharing

De belangrijkste bezwaren van DNB en MinFin hadden geadresseerd kunnen worden of waren al geadresseerd, zoals gebrek aan commitment (volgens CVC was hun bod ruim voldoende gecommitteerd door CVC zelf en haar mede-investeerders) en gebrek aan tijd (DNB/MinFin hadden beter regie kunnen voeren en hadden in elk geval de tijd kunnen geven tot 14 februari).

Terugkijkend op het proces van eind 2011 tot en met 31 januari 2013 wordt door partijen verschillend gekeken naar de regierol, of het ontbreken daarvan, in het hele proces op zoek naar oplossingen voor SNSR. Verschillende partijen merkten op dat er geen duidelijke regie was, terwijl dat onontbeerlijk is om in zo'n complex proces tot resultaat te komen[83]. DNB (interview DNB) gaf aan dat in november de regierol van DNB naar MinFin overging. MinFin zegt dat duidelijk was wie aan haar zijde aanspreekpunt was en dat de primaire verantwoordelijkheid voor het komen tot een transactie bij SNSR lag. SNSR (Latenstein, Lamp) verklaarden dat zij van MinFin niet met alle partijen mochten praten, in het bijzonder niet met de 3GBs en de EC, hetgeen het lastig maakte om een transactie in elkaar te zetten. De 3GBs namen een afwachtende houding aan en keken naar MinFin voor instructie of zij geacht werden mee te doen. MinFin heeft die call niet gemaakt.

5.8 Conclusie deskundigen – 2 levensvatbare scenario's

Deskundigen delen niet het oordeel van DNB en MinFin dat het CVC-scenario een onwaarschijnlijk scenario was. Deskundigen hebben de met CVC gevoerde onderhandelingen uitvoerig geanalyseerd en in Hoofdstuk 6 van dit rapport beschreven en zijn daarbij tot de conclusie gekomen dat het CVC-scenario wel degelijk realistisch en haalbaar was geweest. De belangrijkste voorwaarden daarvoor waren in handen van DNB en MinFin: een paar weken meer tijd om tot een getekende termsheet te komen, oprichting van een Bad Bank gefinancierd met behulp van een resolutieheffing (waar de EC mee akkoord leek te zijn) en een duidelijkere/sterkere regierol waardoor partijen (sneller) tot overeenstemming hadden kunnen komen.

Het CVC-scenario bood ook objectief gezien duidelijk voordelen ten opzichte van nationalisatie, zoals minder bijdrage door de Staat en een grote mate van burden sharing. Ook had SNS Bank op 31 januari 2013 ruim voldoende liquide middelen en was een bankrun op dat moment niet te verwachten (vanwege de klaarblijkelijk hoge mate van dekking door het DGS).

Daarnaast zijn deskundigen van mening dat de noodregeling gevolgd door faillissement een realistisch toekomstscenario voor SNSR zou zijn geweest, met name vanuit het perspectief dat dit mede tot basis zou moeten dienen voor de bepaling van de schadeloosstelling. Het faillissementsscenario wordt nader geschetst in Hoofdstuk 7 van dit rapport.

[83] interviews CVC, SNSR Latenstein, Lamp

Hoofdstuk 6. CVC-scenario

6.1 Inleiding

Een private equity consortium, onder leiding van CVC Capital Partners ("CVC"), is sinds juni 2012 geïnteresseerd geweest in een deelname in SNSR (dan wel in één of meer van haar onderdelen). In een grof chronologisch overzicht heeft deze interesse zich als volgt ontwikkeld:

- Op 14 juni maakt CVC haar interesse kenbaar in de non-life business van Reaal Verzekeringen; kortweg, de schade-activiteiten van Reaal Verzekeringen. Zij doet dit middels een gesprek met Goldman Sachs, één van de financiële adviseurs van SNSR;
- Vervolgens wordt de interesse van CVC breder dan alleen de schade-activiteiten en ondertekent CVC een zogenaamde Non-Disclosure Agreement met SNSR op 10 september 2012, met als doel meer informatie te verkrijgen omtrent de gehele onderneming;
- Hierna ontstaan de eerste contouren van het CVC-voorstel ("CVC-Aanbieding") voor een meer omvangrijke participatie in SNSR, welke op 6 november 2012 voor het eerst besproken worden met DNB;
- In de CVC-Aanbieding, met een duidelijke primaire interesse in het gehele verzekeringsbedrijf van SNSR (Reaal Verzekeringen en Zwitserleven), is ook een belangrijke rol weggelegd voor ASR, de door CVC beoogde partner van het verzekeringsbedrijf van SNSR. Hiertoe wil CVC de overheid (lees: NLFI, de formele eigenaar van het 100% overheidsbelang in ASR) betrekken in haar plannen voor CVC, ook qua meedeling in eigendom;
- De CVC-Aanbieding is per eind november 2012 in een stadium van een voorstel op hoofdlijnen, een zogenaamde *Heads of Terms*. Deze worden vervolgens besproken met de Europese Commissie in de maand december, omdat CVC de activiteiten van Property Finance wil afsplitsen middels een bad bank en hiertoe toestemming nodig is van de EC, zowel voor de beoogde participatie van de Nederlandse Staat in een dergelijk vehikel als ook voor de beoogde participatie van de 3 Nederlandse grootbanken in deze bad bank;
- In de loop van januari 2013 vinden vervolgens nog diverse aanpassingen plaats betreffende de CVC-Aanbieding, waarbij de meest relevante aanpassingen betrekking hebben op: (i) de beoogde eigenaren en financiering van de bad bank en (ii) de fasering van een mogelijke fusie tussen ASR en SNSR;
- Uiteindelijk leiden deze aanpassingen tot een finaal voorstel van het consortium op 31 januari 2013, de finale CVC-Aanbieding.

Deze finale aanbieding is de basis van dit alternatieve scenario, als toekomstmogelijkheid van SNSR en haar onderdelen, per 1 februari 2013. De deskundigen zullen deze finale aanbieding in het vervolg benoemen als CVC-Aanbieding.

6.2 De CVC-Aanbieding: relevante componenten

Qua relevante, te onderscheiden, componenten is de CVC-Aanbieding als volgt:

- Versterking eigen vermogen middels zogenaamde 'discounted rights issue' oftewel een significante claimemissie ter grootte van € 1,4 mrd;
- Versterking vermogen middels ophalen van een lening bij 3 Nederlandse grootbanken (ABN AMRO, ING en Rabobank) ter grootte van € 550 mio;

- Splitsing van SNSR, waarbij PF in haar geheel wordt ondergebracht in een bad bank ('New Bank' genaamd) en de overige activiteiten (bank en verzekeraar) verder gaan als SNSR Nieuw;
- Het eigen vermogen van New Bank wordt bijeengebracht middels € 150 mio, als te alloceren uit de € 550 mio vermogensinjectie vanuit de 3 grootbanken, en € 160 mio, zoals te injecteren door de Staat en de Stichting Beheer SNS Reaal (voor € 150 mio en € 10 mio, respectievelijk), leidend tot een totaal van € 310 mio aan eigen vermogen;
- Een zogenaamde Liability Management exercitie, waarbij bepaalde typen hybride instrumenten (lees: achtergestelde leningen, type Tier-1, van SNSR Holding en SNS Bank) zullen worden teruggekocht tegen een prijs van ongeveer 25% (of lager) van de onderliggende (nominale) waarde;
- Een mogelijkerwijs volgende fusie met ASR, op basis van een non-binding overeenkomst met de Staat (middels NLFI), waarbij de hieruit voortkomende combinatie ASR-SNSR voor 50% in handen zal komen van de Staat.

Uitgewerkt in nadere details betekenen deze 6 onderdelen het volgende:

1. Significante claimemissie van € 1,4 mrd:
    a. Dit betreft een emissie van gewone aandelen, zoals ook tot en met 31 januari 2013 werden verhandeld op de Amsterdamse effectenbeurs (Euronext Amsterdam);
    b. Alvorens over te kunnen gaan tot deze emissie dient eerst de bestaande structuur qua eigen vermogen (inclusief de Core Tier-1 capital securities, zoals in handen van de Staat en de Stichting Beheer) sterk vereenvoudigd te worden. Deze structuur was per 31 januari 2013 als volgt:
        i. Uitstaande gewone aandelen: 288 mio stuks, waarvan 50% publiek genoteerd is en 50% in handen van de Stichting Beheer;
        ii. 112 mio CT-1 securities, waarvan 107,6 mio in handen van de Staat en 4,35 mio in handen van de Stichting Beheer. De stukken in handen van de Staat hebben een onderliggende nominale waarde van € 848 mio (inclusief de 50% penalty betaling) en die van de Stichting Beheer een nominale waarde van € 486 mio (inclusief de 15% penalty);
        iii. 6 aandelen B, allen in handen van de Stichting Beheer.

    De CVC-Aanbieding voorziet nu in een conversie van alle CT-1 securities, waarbij wordt verondersteld dat hun onderliggende nominale waarde wordt omgezet naar gewone aandelen volgens een waarde van € 2 per CT-1 security. Concreet betekent dit dat de Staat 424 mio gewone aandelen zal ontvangen na conversie en de Stichting Beheer 243 mio gewone aandelen. De aandelen B worden volledig afgeschreven in de CVC-Aanbieding. Na deze conversie en afschrijving zullen er 1,33 mrd gewone aandelen uitstaan, waarbij het eigendom is verdeeld als:
        iv. De Staat: 44,4%;
        v. Stichting Beheer: 40,5%;
        vi. Publiek genoteerd ("free float"): 15,1%;
    c. De beoogde claimemissie van nieuwe gewone aandelen zal vervolgens moeten plaatsvinden tegen een zeer forse verwatering, met name vanwege de omvang van de emissie (€ 1,4 mrd) in verhouding tot de marktwaarde van de genoteerde aandelen voor de emissie (ca. € 240 mio) op 31 januari 2013. Deze verwatering zal zodanig zijn dat de houders van gewone aandelen voor de emissie per saldo 2% overhouden van de totale marktwaarde na emissie. Met andere woorden: de marktwaarde voor emissie van ca. € 240 mio zal met ongeveer 88% dalen tot ca. € 29 mio na de emissie. Dit is een *deep discounted rights issue*;
    d. De claimemissie van € 1,4 mrd zal voor 65% worden opgenomen ("underwritten") door CVC (€ 910 mio) en voor 35% door de Staat (€ 490 mio). Vanwege het claim-karakter van de emissie zullen bestaande houders van gewone aandelen (als onder b.iv. tot en met b.vi.

aangegeven) de mogelijkheid krijgen om voor maximaal € 200 mio mee te participeren in de nieuw op te halen gelden. Hierbij zal de Staat dan maximaal € 150 mio van haar bijdrage kunnen verminderen en CVC eventuele de resterende € 50 mio. Per saldo ontstaat dan na de claimemissie de volgende eigendomsstructuur qua gewone aandelen:

i. Bestaande aandeelhouders participeren niet mee:
    1. CVC: 63,7% (zijnde 65% van 98%);
    2. De Staat: 35,2% (zijnde 35% van 98% plus 44,4% van 2%);
    3. Stichting Beheer: 0,8% (zijnde 40,5% van 2%);
    4. Free float: 0,3% (zijnde 15,1% van 2%);
ii. Bestaande aandeelhouders participeren wel mee voor € 200 mio, behalve de Staat zelf:
    1. CVC: 60,2% (zijnde 65% van 98% minus € 50 mio);
    2. De Staat: 24,7% (zijnde 35% van 98% minus € 150 mio plus 44,4% van 2%);
    3. Stichting Beheer: 4,3% (zijnde 40,5% van 2% plus € 50 mio, als aanname voor haar participatie);
    4. Free float: 10,8% (zijnde 15,1% van 2% plus € 150 mio, als aanname voor hun participatie);
iii. Samenvattend zal de waarde van de gewone aandelen na deze emissie ca. € 1,43 mrd bedragen, waarbij CVC een pakket zal hebben tussen 60,2% en 63,7%, de Staat een pakket tussen 24,7% en 35,2% en de beide overige aandeelhouders (Stichting Beheer en de free float) het restant van de aandelen.

2. Naast de claimemissie, ter versterking (na de vereenvoudiging) van het eigen vermogen wordt er ook nog geld opgehaald middels een lening van € 550 mio, te financieren door de 3 Nederlandse grootbanken. Deze lening, te injecteren in het Consortiumvehikel, dat ook het CVC-deel van de claimemissie voor haar rekening neemt, is grotendeels bedoeld ter verdere versterking van het Core Tier-1 vermogen van SNS Bank (met € 400 mio) en verder deels voor een eigen vermogensinjectie in de bad bank, het af te splitsen PF-deel van SNSR. De onderliggende reden voor deze leningconstructie is ook gelegen in het feit dat 2 van de 3 Nederlandse grootbanken geen rechtstreekse eigen vermogeninvestering mogen doen in de bad bank, naar het oordeel van de EC, vanwege de acquisition ban voor beide banken (volledig c.q. deels in handen van de Staat op de peildatum);
3. De splitsing van SNSR in de bad bank (het voormalige PF) en de overblijvende bank-verzekeraar binnen SNSR is bedoeld om PF te isoleren van de overige activiteiten, gezien de onzekere toekomst van PF als verstrekker van vastgoedleningen. Bovendien zal er een behoorlijke afboeking dienen plaats te vinden op de boekwaarde van deze vastgoedleningen. De exacte hoogte van deze afboeking is niet precies duidelijk bij CVC (met name vanwege de verschillende meningen in deze van specialisten, meer precies van EY en Cushman & Wakefield – zie Hoofdstuk 4.2.2), maar in haar laatste voorstel wordt gerefereerd aan een pre-tax € 2 mrd extra voorziening; dat wil zeggen: boven op de totale voorziening op de portefeuille van vastgoedleningen, zoals per medio 2012 reeds bekend was[84]. De relatie tot de claimemissie, ter versterking van het eigen vermogen, met de beoogde omvang van € 1,4 mrd is als volgt: een pre-tax voorziening van € 2 mrd leidt tot een netto last in de winst- en verliesrekening van € 1,5 mrd, onder de aanname dat het verschil van € 0,5 mrd kan worden aangemerkt als zogenaamde tax loss carry forward (oftewel: een deferred tax asset). Met andere woorden: het extra eigen vermogen van € 1,4 mrd verdwijnt boekhoudkundig weer volledig na het nemen van deze voorziening;

[84] In hetzelfde laatste voorstel van CVC staat ook nog de mogelijkheid dat een deel van de extra verkregen leningen van de 3 Nederlandse grootbanken, ter grootte van € 400 mio, zou kunnen worden gebruikt om een eventueel grotere afboeking van € 2,4 mrd, wederom pre-tax, te compenseren.

4. Na het afboeken tot de fair value van de portefeuille van vastgoedleningen wordt deze activiteit, het toenmalige PF, apart gezet binnen een bad bank. Het eigen vermogen van dit nieuwe vehikel wordt geacht voor € 150 mio te komen uit de lening van de 3 Nederlandse grootbanken, voor € 150 mio als participatie van de Staat in deze nieuwe entiteit, en soortgelijk middels € 10 mio door de Stichting Beheer. Aldus resteert een eigen vermogen van € 310 mio van de nieuw op te richten bad bank, bij een totaal aan (op dat moment afgeboekte) portefeuille van vastgoedleningen van ca. € 5,5-6 mrd. Hierbij dient nog toegevoegd te worden dat CVC dus niet rechtstreeks zal participeren in de deze bad bank;
5. Naast de herstructurering van het eigen vermogen van SNSR, inclusief het ophalen van nieuwe gelden, beoogt CVC ook nog de financiering met behulp van vreemd vermogen van SNSR te vereenvoudigen. Hiertoe plant zij een Liability Management exercitie, waarbij wordt gepoogd hybride financieringsinstrumenten (lees: schuldfinanciering met een minder senior karakter, meer specifiek Tier-1 achtergestelde schulden) terug te kopen voor minder dan hun nominale waarde. Dit lijkt mogelijk omdat een aantal van deze instrumenten ook wordt verhandeld tegen prijzen onder nominaal. CVC heeft als doel om een tender offer op te zetten met een maximaal bod van 25% van de nominale waarde. Vanwege het feit dat de verzekeraar binnen SNSR geen solvabiliteitsissue heeft, vallen de hybride instrumenten van REAAL buiten deze exercitie. SNSR heeft voor ongeveer € 325 mio aan publiek genoteerde hybride schuldinstrumenten uitstaan (waarvan € 250 mio type Tier-1 - nominaal), terwijl dit ca. € 635 mio is voor SNS Bank (waarvan € 330 mio type Tier-1 – nominaal). Een tender offer voor 25% van de onderliggende waarde voor de type Tier-1 bestanddelen zou dus ongeveer € 145 mio aan cash kosten, terwijl het een verbetering van het Core Tier-1 vermogen oplevert van ca. € 435 mio. Bovendien wordt hierdoor de double leverage in de Holding verminderd, aangezien ongeveer 2/3e deel van het totaal aan hybride instrumenten in de Holding Tier-1 zijn. Deze verbetering van € 435 mio kan ook worden bezien als een honorering van het verzoek tot burden sharing, omdat nu niet alleen de aandeelhouders pijn lijden voor meer dan 85%, maar deze hybride (junior) bondholders ook mee doen voor 75%;
6. Tot slot, de beoogde fusie met ASR, in een mogelijke stap 2 van de CVC-Aanbieding. Deze stap 2 bestaat uit een non-binding Memorandum of Understanding, waarin de nadere details van deze fusie zijn uitgewerkt. Echter, de deal met ASR hoeft niet noodzakelijkerwijs tot stand te komen. De tijd na stap 1 kan worden gebruikt door CVC om haar due diligence van ASR in alle rust te voltooien en geeft de Staat de tijd nader te overwegen wat de voor- en nadelen van deze combinatie voor haar zullen zijn. In het geval het tot stap 2 zal komen, dan behelst deze stap van de CVC-Aanbieding, het volgende:
    a. ASR wordt geacht een waarde te vertegenwoordigen (qua eigen vermogen) van ruim € 1,7 mrd, bij een excess capital / solvency van ongeveer € 300 mio. Deze excess capital hoeveelheid kan worden gebruikt als (i) extra injectie in het eigen vermogen van de combinatie, waardoor er (indien nodig) nog meer kan worden afgeschreven op PF (namelijk € 400 mio meer op een pre-tax basis) of (ii) een dividenduitkering aan de Staat voor de fusie met SNSR;
    b. In het laatstgenoemde geval (en onder de aanname dat de free float en de Stichting Beheer helemaal geen gebruik zullen maken van hun claimrechten bij de beoogde emissie van € 1,4 mrd, als onder 1. geschetst), ontstaat de volgende aandeelhoudersstructuur van de combinatie:
        i. CVC: 49,0%;
        ii. De Staat: 50,4%;
        iii. Stichting Beheer: 0,4%;
        iv. Free float: 0,2%.

    Indien de Staat onverhoopt zou besluiten af te zien van deze beoogde stap 2, dan dient zij CVC € 50 mio (“reset fee”) te betalen. Indien SNSR, met op dat moment haar grootste aandeelhouder

CVC, besluit om de fusie uit te voeren, mag de Staat alleen andere biedingen van andere partijen op ASR accepteren in geval deze minimaal 7,5% hoger zullen zijn dan de waardering volgens CVC op ruim € 1,7 mrd.

6.3 De afboeking op PF: effect op eigen vermogen van SNS Bank

Het belangrijkste probleem voor SNSR per eind 2012 was de lage mate van solvabiliteit. Dit werd met name veroorzaakt door SNS Bank en daarbinnen voor een zeer groot deel door PF. Een oplossing voor dit 'capital problem' is dus het belangrijkste doel van de CVC-Aanbieding: het eigen vermogen van SNS Bank moet fors omhoog, zoals nader gedetailleerd in de definitieve SREP-brief 2012 van de DNB (d.d. 27 januari 2013), zeker ook vanwege de verwachte verdere afboekingen op PF, de portefeuille van onroerend goed leningen. De boven nader geschetste details van de CVC-Aanbieding beogen dan ook te voorzien in deze oplossing:

- Volgens de genoemde SREP-brief 2012 van DNB was het kapitaaltekort van SNS Bank (exclusief PF) gelijk aan € 1,84 mrd, terwijl PF een eigen vermogen zou moeten hebben van minimaal € 0,5 mrd, resulterend in een totale kapitaalbehoefte van € 2,3 mrd. Hierbij dient overigens opgemerkt te worden dat DNB bij de bepaling van het tekort bij SNS Bank uitging van de prudente assumptie dat de benodigde verdere afboeking op PF (alvorens tot afsplitsing over te gaan) fiscaal niet aftrekbaar zou zijn. Hoewel dit standpunt vanuit toezichtsperspectief te begrijpen is, is het redelijk conservatief; immers, afboekingen op de waarde van leningen betreffen kosten die normaliter wel voor belastingaftrek in aanmerking komen. Weliswaar is € 2,4 mrd extra afboeking een fors bedrag, zeker in combinatie met toekomstige verwachte winsten van SNS Bank, doch een stevig deel van dit bedrag zou tot uiting moeten komen in een tax loss carry forward.[85] In een situatie met volledige aftrekbare extra afboeking van € 2,4 mrd zou 'slechts' een kapitaaltekort van in totaal € 1,8 mrd resteren (in plaats van genoemde € 2,3 mrd);
- De CVC-Aanbieding behelst een stijging van het Core Tier-1 vermogen met ongeveer € 2,5 mrd, verkregen via: (i) de emissie van gewone aandelen ter grootte van € 1,4 mrd, (ii) de emissie van Core Tier-1-leningen ter grootte van € 0,4 mrd, (iii) de te verkrijgen boekwinst van € 0,4 mrd op de genoemde Liability Management exercitie (onder de aanname dat deze vrijgesteld is van vennootschapsbelasting) en (iv) nieuw vermogen in de op te richten bad bank ter grootte van ongeveer € 0,3 mrd (opgebouwd als € 150 mio vanuit de Staat, € 150 mio vanuit de bankleningen aan het Consortium en een kleine bijdrage vanuit de Stichting Beheer). Hierbij dient nog opgemerkt te worden dat deze beoogde vermogensinjectie van in totaal € 2,5 mrd weliswaar hoger is dan de door DNB aangegeven minimale storting van € 2,3 mrd, doch iets anders verdeeld (€ 2,2 mrd bij SNS Bank en slechts € 0,3 mrd bij het af te splitsen PF). De keuze hiertoe door CVC had te maken met haar perceptie dat de noodzakelijke afboeking op PF volgens DNB misschien wel hoger zou kunnen worden vanwege de Adverse Case van C&W, die nog € 800 mio negatiever was dan de Base Case;
- Een fors deel van deze stijging wordt vervolgens weer tenietgedaan door de benodigde extra afboeking op PF, die stevig zal zijn. Over de exacte hoogte van deze afboeking hebben deskundigen reeds in Hoofdstuk 4.2.2 in detail uitgeweid; deze is volgens deskundigen met € 2,4 mrd goed en behoorlijk prudent ingeschat. In meer boekhoudkundige termen betekent dit: een afboeking van € 2,4 mrd, op de situatie per eind juni 2012, leidt tot een extra afboeking van € 2,1 mrd per jaareinde 2012 en dus tot een daling van het eigen vermogen van per saldo € 1,6 mrd, waarbij de saldopost van € 0,5 mrd (25% van de afboeking) zal worden aangemerkt als tax loss carry forward;

[85] In dit kader kan worden opgemerkt dat bij de uiteindelijke financiële cijfers over 2012 van SNSR, zoals gepubliceerd in juni 2013, bijna de helft van de genomen afboeking wel degelijk leidt tot een dergelijke actieve belastinglatentie. Dit zou tot circa € 300 mio minder benodigd kapitaal hebben geleid bij de bank.

- In totaal betekent de CVC-Aanbieding, onder de aanname dat € 2,4 mrd extra afgeboekt zal moeten worden op PF, een extra versterking van het Core Tier-1 vermogen van (maximaal) ongeveer € 0,7 mrd (€ 2,5 mrd injectie versus € 1,8 mrd daadwerkelijke (minimale) kapitaaltekort, waarbij de laatste € 0,5 mrd minder is dan de SREP-brief 2012 aangeeft, vanwege deze tax loss carry forward waar DNB geen rekening mee houdt), waardoor de ook door DNB beoogde extra versterking van de solvabiliteit wordt gerealiseerd.

Bovenstaande geeft duidelijk weer dat de doelstelling van de CVC-Aanbieding, het creëren van extra vermogen voor SNS Bank, grotendeels bepaald wordt door de benodigde afboeking op PF en de fiscale behandeling van deze afboeking.

Daarnaast speelt het vraagstuk van de double leverage nog. In eenvoudige bewoordingen wordt de double leverage veroorzaakt door extra schulden die zijn aangetrokken door SNSR Holding, waardoor haar meest relevante werkmaatschappijen (SNS Bank en Reaal Verzekeringen, inclusief Zwitserleven) feitelijk meer schulden dragen dan de schulden op hun respectievelijke individuele balansen. De cash, die SNSR Holding op deze wijze heeft aangetrokken, is uiteraard wel ingebracht in de werkmaatschappijen; per saldo resteert dan een post Deelnemingen bij SNSR Holding, die hoger is dan haar eigen vermogen. De omvang van deze double leverage was per eind 2012 ruim € 900 mio (circa 27% meer waarde Deelnemingen dan totaal eigen vermogen), waarvan ongeveer € 800 mio door de Holding aangetrokken schuld aan derden betrof (voor ongeveer de helft bestaande uit achtergestelde schulden ter grootte van ca. € 375 mio, zijnde € 325 mio aan publiekgenoteerde achtergestelde schulden en € 50 mio aan onderhandse leningen, terwijl er ook nog Medium Term Notes bij de Holding uitstonden voor € 421 mio) en het restant middels schuld (van de Holding) aan de (beide) groepsmaatschappijen.

Een tweede doel van de CVC-Aanbieding betrof het verlagen van deze double leverage; middels de Liability Management exercitie beoogt het plan ook de achtergestelde schulden van de Holding te verlagen, waardoor de double leverage automatisch minder wordt. Meer precies, CVC was voornemens een bieding te doen van 25% (onder andere) op het Tier-1 deel van de achtergestelde schuld van de Holding, zijnde € 250 mio (daarnaast ook op de Tier-1 achtergestelde schulden van de bank); dit zou dus een verlaging van de double leverage hebben opgeleverd van € 187,5 mio (75% van € 250 mio). Dit impliceert een daling van 127% double leverage met ruim 5% punten naar 122%.

Naast het extra vermogen van de bank in de CVC-Aanbieding is er ook nog een secundair punt: de extra liquiditeit, die nu de onderneming binnenstroomt. Deze extra liquiditeit is als volgt opgebouwd:

- Opbrengst van emissie (bruto): € 1,4 mrd;
- Opbrengst van leningen bij de 3 grootbanken: € 550 mio (te splitsen in € 400 mio voor SNSR zonder PF en in € 150 mio voor de New Bank);
- Extra injectie in New Bank van: € 160 mio (op te brengen door de Staat en de Stichting Beheer);
- Leidend tot een totaal van ca. € 2,1 mrd aan extra middelen.

Van deze € 2,1 mrd moet direct ca. € 145 mio worden ingezet voor de terugkoop van uitstaande achtergestelde schulden volgens de Liability Management exercitie, te weten € 62,5 mio voor de Tier-1 instrumenten op SNSR Holding niveau en € 82,5 mio voor dezelfde Tier-1's bij de bank. Aldus resteert nog bijna € 2 mrd aan extra liquide middelen. Voor de SNSR groep is een dergelijk bedrag van groot belang; niet alleen ter financiering van de initiële kosten van de uit te voeren CVC-strategie (PF afsplitsen, verzekeraar reorganiseren middels een grotere focus op het afwikkelen van de bestaande portefeuille en beduidend minder aandacht geven aan de verkoop van nieuwe polissen [de zogenaamde 'closed book' plannen] en het verder stroomlijnen van de bankactiviteiten), maar ook vanwege de naderende deadline van december 2013 voor de terugbetaling van de eerder verleende staatssteun.

6.4 Corporate governance aspecten

Naast de financiële aspecten van de Aanbieding zijn ook de bestuurlijke (ook wel corporate governance) aspecten van belang. Deze kunnen als volgt in de CVC-Aanbieding worden geschetst:

- In geval het Consortium alleen eindigt met het bezit van SNSR (tezamen met de Staat in een significante minderheidspositie en eventueel marginale kleine publieke aandeelhouders), dan bezit het een eenvoudige meerderheidspositie en verkrijgt het dus ook effectief de zeggenschap over SNSR. Dit blijkt onder andere uit de samenstelling van de Raad van Commissarissen (RvC), waarbij CVC dan de meerderheid zal krijgen;
- In geval stap 2 van de CVC-Aanbieding, de fusie met ASR, echter ook zal plaats vinden, dan ontstaat de eerder beschreven 50-50% eigendomsstructuur tussen CVC en de Staat en worden de bijbehorende corporate governance aspecten dus meer belangrijk. Volgens de CVC–Aanbieding zullen deze dan als volgt luiden:
    - 9 leden van de Raad van Commissarissen, waarbij de onafhankelijke voorzitter gezamenlijk door de beide grootaandeelhouders wordt benoemd;
    - 3 leden elk voor beide grootaandeelhouders (in totaal dus 6), te verkiezen door hen beide;
    - 2 extra commissarissen te benoemen door de Ondernemingsraad;
    - Verder heeft het Consortium de mogelijkheid om een zogenaamde Board Observer te benoemen, meest waarschijnlijk als een vertegenwoordiger van één van de co-investors van het Consortium;
    - Zowel de Staat als CVC zullen vetorechten verkrijgen inzake relevante ondernemings-beslissingen, zoals bijvoorbeeld M&A, budgetvaststellingen en benoemingen / beloningen;
    - Het Consortium zal de CEO en CFO van de groep en haar relevante onderdelen benoemen, met vetorecht voor de Staat en (uiteraard) toestemming van DNB;
    - De interactie met de regelgevers (DNB, AFM) zal plaatsvinden door de Raad van Bestuur en de relevante compliance officers, waarbij vertegenwoordigers van de Staat en het Consortium in de RvC bij zullen zijn, indien de RvC ook wordt betrokken in deze interactie;
    - De meest relevante bestuurlijke aspecten zullen ook publiek bekend gemaakt dienen te worden.

6.5 Structuur van de bad bank / New Bank

De New Bank wordt opgericht ter overname van PF, de portfolio van vastgoedleningen. Per 30 juni 2012 (het startpunt voor de CVC–Aanbieding) bestond de PF-portfolio uit € 8,5 mrd aan leningen (bruto, dat wil zeggen vóór reeds getroffen voorzieningen), waarvan € 5,5 mrd performing loans (de leningnemer voldoet aan alle betalingsvoorwaarden) en € 3,0 mrd aan non-performing loans (de leningnemer is in gebreke gebleven voor een periode langer dan 90 dagen ten aanzien van zijn betalingsvoorwaarden oftewel is in default). Binnen PF was er ook een splitsing naar een Core versus Non-Core deel van de portfolio; Core verwijst hierbij naar het Nederlandse deel van de portefeuille, waarbij het idee was (althans per 30 juni 2012) om deze zoveel mogelijk te handhaven en daar waar mogelijk te verbeteren. Het Non-Core deel betrof de portefeuille waarvoor PF al besloten had dat deze afgebouwd zou worden. Dit was een combinatie van Nederlandse en buitenlandse vastgoedleningen; concreet betekende afbouw hierbij: de leningen verkopen dan wel in elk geval niet verlengen. De Core portfolio had in totaal voor € 3,6 mrd aan leningen, daar waar Non-Core € 4,9 mrd groot was. Binnen de Core portfolio was ongeveer 90% van de leningen performing, binnen Non-Core was dit echter slechts 45%. Voor verdere details, zie het eerdere Hoofdstuk 4.2.2 Property Finance.

In de CVC-Aanbieding wordt de totale PF-portfolio (inclusief Property Projects) in een aparte, nieuw op te richten entiteit geplaatst, een bad bank (zie Hoofdstuk 5.2 voor meer informatie over een bad bank in algemene zin). Bij overgang naar de New Bank, zoals CVC deze benoemt, gaat de CVC-Aanbieding ervan uit dat op deze gehele portefeuille voor € 2,4 mrd in waarde zal worden afgeschreven, in vergelijking met de boekwaarde van de portefeuille per 30 juni 2012. Dit bedrag achten deskundigen, als eerder gememoreerd, voldoende prudent en voldeed aan de vereisten van de EC, waarbij de REV-waarde de minimale afboeking bepaalt, het zgn. 'attachment point'. Dit bedrag zou volgens de CVC-Aanbieding eventueel zelfs hoger kunnen worden (i) middels de mogelijkheid tot een extra afschrijving vanwege de overkapitalisatie bij de start van de New Bank en (ii) indien er excess solvency zou ontstaan na de eventuele fusie tussen SNSR en ASR (met mogelijkerwijs € 300 mio aan excess solvency, volgens de CVC-Aanbieding).

Vanwege regelgeving zou de New Bank gaan bestaan uit de volgende twee entiteiten:

- Een daadwerkelijke bank entiteit met de Franse en Duitse leningen (ongeveer 8% van het totaal), onderhevig aan de standaard bankregulering, en
- Een zogenaamde asset manager entiteit, die het overige, overgrote, deel van de portfolio zou ontvangen.

De beide entiteiten tezamen ontvangen € 310 mio aan eigen vermogen in de CVC-Aanbieding, te voorzien door: (i) de Staat voor € 150 mio, (ii) het Consortium voor € 150 mio (middels een deel van de leningen van de 3 Nederlandse grootbanken aan het Consortium) en (iii) de Stichting Beheer voor € 10 mio. De bovengenoemde twee entiteiten zouden hierbij respectievelijk € 60 mio en € 250 mio aan eigen vermogen verkrijgen.

De Staat zal preferente aandelen ontvangen voor haar beoogde € 150 mio investering, terwijl het Consortium en de Stichting Beheer gewone aandelen zullen ontvangen. De preferentie van de Staat behelst een zogenaamde liquidity preference, die inhoudt dat de Staat bij een liquidatie altijd eerst haar eigen investering van € 150 mio zal terugontvangen, alvorens enige gewone aandeelhouder een deel van de opbrengst zal krijgen.

Ten aanzien van de benodigde hoeveelheid eigen vermogen van de New Bank lijkt op het eerste gezicht een verschil van mening te bestaan tussen DNB en de CVC-Aanbieding. Immers, DNB rept in haar SREP-brief 2012 van een minimale kapitalisatie van de afgesplitste entiteit van € 0,5 mrd, zijnde 8% van de na afboeking resterende Risk-Weighted Assets ('RWA'), daar waar CVC een kapitalisatie van € 310 mio voorstelt. De reden van dit verschil is echter gelegen in het feit dat CVC ervanuit gaat dat de financiering van PF (vanaf dat moment de New Bank), zoals altijd verstrekt door haar moeder, SNS Bank, bij de New Bank zal worden vervangen door een door de Staat gegarandeerde financiering. De New Bank zal hiervoor 90 basispunten vergoeding betalen aan de Staat, over het gegarandeerde bedrag. Door deze garantie zal de benodigde kapitalisatie lager worden dan € 0,5 mrd en dit verklaart het verschil.

De New Bank zal ook een vrijwaring geven aan SNS Bank ten aanzien van mogelijke toekomstige verliezen en de huidige verantwoordelijkheid van SNS Bank hiervoor, vanwege de uitgegeven 403-verklaring. Verder staat expliciet in de CVC-Aanbieding dat deze is gebaseerd op de, eerdergenoemde, aanname dat de afwaardering van de PF-portfolio pre-tax zal zijn; met andere woorden: het eigen vermogen zal per saldo door het nemen van deze voorziening 'slechts' dalen met 75% van de omvang van deze voorziening.

Tot slot zal ook de EC zich nog moeten uitspreken over deze New Bank structuur; immers, de beoogde participatie door de Nederlandse Staat vereist een dergelijke goedkeuring uit Brussel. Daar waar de EC reeds in december 2012 had aangegeven dat de op dat moment voorgestelde participatie in de kapitalisatie door de 3 Nederlandse grootbanken op onoverkomelijke bezwaren stuitte ten aanzien van 2 van deze 3 banken

(te weten: ABN AMRO en ING Bank), vanwege hun acquisition ban, zou de nieuwe structuur volgens de laatste CVC-Aanbieding opnieuw beoordeeld moeten worden. Belangrijkste aspecten hierbij zouden zijn: (i) is het deel van de kapitalisatie, zoals nu te verstrekken door het Consortium, te zien als een niet toegestane indirecte participatie van beide Nederlandse banken (uit hoofde van de acquisition ban) en (ii) is de waardering van de PF-portefeuille (dat wil zeggen: de hoogte van de extra benodigde afboeking) zodanig, dat de New Bank oplossing niet kan worden geoormerkt als (ongeoorloofde) staatssteun. Deskundigen zijn van mening dat deze aspecten niet tot problemen zouden hebben geleid qua EC-goedkeuring, omdat:

- Participatie door de 3 Nederlandse grootbanken nu geschiedt middels een lening aan het Consortium en deze aldus indirect tot stand komt binnen de New Bank. Met andere woorden: deze leidt niet tot een rechtstreeks eigen vermogen belang in de New Bank en is dus de facto geen acquisitie van eigendomsrechten binnen de New Bank en daarmee is de acquisition ban hierop niet van toepassing. Bovendien was er ook een eenvoudig alternatief voor handen dat zeker op goedkeuring van de EC had kunnen rekenen, namelijk de bankenheffing, die hier, althans deel, voor had kunnen worden aangewend;
- De (af-)waardering van de PF-portefeuille is reeds meerdere malen aan de orde gekomen. Deskundigen menen dat deze voldoende prudent is en voldoet aan het Real Economic Value criterium van de EC.

6.6 Beoogde timing

De CVC-Aanbieding is gebaseerd op de volgende planning in de tijd:

- Ondertekening van de Term Sheet uiterlijk op 14 februari, zodat dit feit kan worden aangekondigd in combinatie met de officiële publieke bekendmaking van de voorlopige jaarcijfers 2012 per diezelfde dag. Het betreft hier voorlopige cijfers, omdat de definitieve, ook door KPMG, de externe accountant van SNSR, van een goedkeurende verklaring voorziene jaarrekening pas later in het jaar zal volgen;
- Vervolgens zal direct tot een BAVA (Buitengewone Algemene Vergadering van Aandeelhouders) worden opgeroepen, waarin een en ander goedgekeurd zal dienen te worden (o.a. uitgifte van nieuwe aandelen en verdere vereenvoudiging van de structuur van het eigen vermogen van SNSR). Vanwege de hiertoe minimaal vereiste tijd ter notificatie van de aandeelhouders zal deze pas op zijn vroegst 6 weken later kunnen plaatsvinden, dus ongeveer per eind maart;
- 1 dag later zal dan de officiële closing kunnen plaatsvinden, leidend tot (i) formele verkoop en herkapitalisatie van PF, (ii) de start van de vermogensinjectie door de Staat en het Consortium middels de deep discount rights offering, (iii) conversie van de CT-1 stukken in gewone aandelen, (iv) de afstempeling van de B-aandelen in handen van de Stichting Beheer en (v) aanpassing van de statuten;
- Hierna zal het Consortium, vanwege de grote omvang van de emissie in relatie tot de market cap van SNSR per 31 januari 2013, een openbaar bod doen op alle uitstaande aandelen tegen een prijs, die ongeveer gelijk zal zijn aan de verwachte waarde per aandeel na de claimemissie. Vervolgens kan de claimemissie starten. Het openbaar bod zal circa 2 maanden vergen en de hierop volgende claimemissie zal ongeveer 2 tot 3 weken tijd in beslag nemen;
- Dit betekent dat de ‘nieuwe’ onderneming met een vereenvoudigde eigendoms- en financieringsstructuur per mid-2013 gereed zal zijn.

Naar verwachting zal ook de Liability Management exercise (poging tot terugkopen van minimaal 75% van uitstaande Tier-1 achtergestelde schulden in SNSR en SNS Bank in handen van het publiek) kunnen starten vanaf medio 2013.

Voor de ondertekening van de Term Sheet met 14 februari 2013 als beoogd tijdstip zullen echter nog de volgende goedkeuringen benodigd zijn:

- Van de Europese Commissie: gericht op (i) de beoogde rol van de 3 Nederlandse grootbanken, middels hun financiering van € 550 mio van het Consortium, waarvan vervolgens € 400 mio zal worden geïnjecteerd in het vermogen SNS Bank en/of Reaal, terwijl de resterende € 150 mio zal worden gebruikt als deel van het start vermogen van de New Bank en (ii) de beoogde remedies voor het 'nieuwe' SNSR, vanwege de hernieuwde investering van gelden van de Staat in deze onderneming;
- Van de DNB: gericht op beoordeling of SNS Bank, REAAL en de New Bank voldoende financiering met risicodragend kapitaal zullen hebben verkregen, terwijl tevens het verzoek van het Consortium moet worden beoordeeld dat hoeveelheden vermogen boven bepaalde ondergrenzen (12% Core Tier-1 capital binnen de bank en de lagere van 200% minimale solvabiliteit I dan wel een prudente Solvency II binnen de verzekeraar) in de toekomst mogen worden uitgekeerd als dividend aan Holdco, het beoogde vehikel waarin CVC en haar investeerders tezamen met de 3 Nederlandse grootbanken hun investeringen onder brengen;
- Van CVC's Investment Committee: hoewel deze in het proces al regelmatig zijn voor- en toegelicht omtrent de CVC-Aanbieding, moet dit committee formeel nog akkoord geven op het voorstel. Dit komt neer op een formele instemming en vervolgens beschikbaar stellen van de beoogde middelen door de leden van het Consortium.

Deze goedkeuringen worden geacht in een tijdsspanne van 2 weken (tussen 31 januari en 14 februari 2013) verkregen te worden. Hierbij dient te worden opgemerkt dat met name de EC-instemming moeilijk in specifieke tijdskaders kan worden gepland, vanwege de feiten dat (i) de EC een eerdere participatie van 2 van de 3 Nederlandse grootbanken heeft afgekeurd en (ii) het de EC vrij staat om de tijd te nemen ter bepaling van relevante remedies en de ervaring leert dat 2 weken hierbij een uitermate korte periode is.

Voor de goedkeuring door DNB en het Investment Committee van CVC is de beoogde periode van 2 weken waarschijnlijk wel voldoende, gezien hun mate van betrokkenheid bij de totstandkoming van de CVC-Aanbieding.

Daarnaast nog een opmerking inzake de beoogde stap 2 van de CVC-Aanbieding: de eventuele fusie met ASR. Deze stap kan alleen plaatsvinden na afronding van de reeds gestarte due diligence door CVC op ASR. Gezien de redelijk beperkte eerste due diligence op ASR tot aan 31 januari 2013 zal dit proces van afronding ook nog enkele weken gaan duren. Echter, stap 2 kan ook gefinaliseerd worden na de bekendmaking van de CVC-Aanbieding op 14 februari 2013.

Tot slot nog een punt van aandacht betreffende de deadline, zoals opgelegd door DNB in haar definitieve SREP-brief 2012 (d.d. 27 januari 2013), van 31 januari 2013 richting SNSR voor het presenteren van een finale oplossing van het kapitaaltekortsprobleem. Deze deadline is precies 2 weken voor de geplande aankondiging van de (voorlopige) jaarcijfers 2012 door SNSR op 14 februari 2013. De exacte reden voor DNB om te kiezen voor een deadline van 2 weken voorafgaande aan deze publiekelijk bekende datum van 14 februari 2013 hebben deskundigen niet kunnen achterhalen. Weliswaar was SNSR reeds geruime tijd bezig met het zoeken naar oplossingen voor het kapitaaltekort en kwam 14 februari 2013 met rasse schreden nader, waarbij de meeste marktparticipanten wel rekening leken te houden met meer dan alleen de bekendmaking van voorlopige jaarcijfers op deze datum (ook de beoogde oplossing werd verwacht), er bleek nog geen sprake van een bank run (waarbij spaarders in groten getale hun tegoeden ophalen), waardoor serieuze liquiditeitsproblemen voor SNS Bank hadden kunnen ontstaan. De stroom van mediaberichten en geruchten inzake SNSR (inclusief de bank) leek weliswaar gedurende januari terug te komen, doch de impact hiervan op de uitstroom van spaargelden was relatief beperkt. Bovendien had SNS Bank nog bijna voor

€ 7 mrd aan (directe) liquide middelen in huis. Zoals eerder reeds besproken in Hoofdstuk 4.2.1, SNS Bank hield heel goed de vinger aan de pols voor wat betreft mogelijke verdere uitstroom. Bovendien bleek al tijdens de laatste maanden van 2012 en ook in januari 2013 dat de gerealiseerde uitstroom voornamelijk bestond uit spaarders met een vermogen van meer dan € 100.000. Met andere woorden: alleen spaarders met gelden die (niet volledig) gedekt zouden worden door het DGS leken aanleiding te voelen voor het weghalen van hun (overtollige) spaargeld.

Samenvattend, DNB heeft gemeend een deadline op te leggen voor de presentatie van een finale oplossing door SNSR voor haar probleem van het kapitaaltekort, die 2 weken eerder lag dan de publiek bekende datum van 14 februari 2013. SNSR en het CVC-Consortium hebben deze oplossing dan ook op 31 januari (18.00 uur) gepresenteerd aan DNB, doch zouden bij goedkeuring hiervan nog 2 weken tijd gehad hebben voor nadere uitwerking van relevante details, aangezien er geen aanleiding was om te veronderstellen dat in de eerste 2 weken van februari 2013 wel een bankrun zou hebben plaatsgevonden.

6.7 De double leverage impact

Naast de problematiek binnen PF had SNSR ook nog te maken met een extra probleem: de double leverage. Dit betrof eenvoudigweg het feit dat SNSR Holding extra externe schulden had aangetrokken, waar geen specifieke bezittingen tegenover stonden. Deze schulden werden vervolgens qua cash proceeds weer verstrekt aan de groepsmaatschappijen, met name aan REAAL, die hier weer aandelen SNS Bank voor had gekocht. Feitelijk is hiermee dus een extra laag aan schulden gecreëerd binnen de Holding en dit wordt de double leverage genoemd. Een dergelijke financiering is overigens niet uniek voor Nederlandse financiële instellingen; met name zogenaamde bancassurance ondernemingen (zoals bijvoorbeeld ING) kennen een dergelijke gelaagdheid van schuldfinanciering ook. Echter, de omvang bij SNSR was relatief groot: op basis van de situatie per medio 2012 had SNSR een double leverage ratio van 118% oftewel een extra schuldhoeveelheid binnen de Holding van ca. € 850 mio, hetgeen overeenkwam met ongeveer 18% van de totale hoeveelheid eigen vermogen van de groep.

Volgens aanbevelingen van DNB zou SNSR deze double leverage minimaal moeten verminderen naar 115% en liefst nog verder. Dit zou betekenen dat deze leverage met minimaal ca. € 115 mio zou moeten worden teruggebracht, op basis van de situatie van medio 2012. Indien in H2 2012 nog een verliessituatie zou ontstaan, hetgeen zeer waarschijnlijk leek vanwege de benodigde afboekingen binnen PF, dan zou dit het minimaal benodigde bedrag aan double leverage vermindering alleen maar verder doen toenemen.

In de CVC-Aanbieding wordt dit extra probleem van de double leverage als volgt geadresseerd. Per direct zal de double leverage eerst toenemen, vanwege de beoogde afschrijving op PF, die netto ergens tussen € 1,6 mrd en € 2,1 mrd zal liggen. Echter, het onderdeel Liability Management exercitie zal de double leverage tegelijkertijd doen afnemen; immers, de achtergestelde schulden van de Holding, die in aanmerking zouden komen voor de terugkoop (de Tier-1 instrumenten) bedragen ca. € 250 mio en deze worden terugbetaald tegen maximaal 25% van de onderliggende waarde, hetgeen een directe boekwinst van (minimaal) € 187,5 mio oplevert. Deze twee effecten tezamen leiden tot een double leverage die zal dalen in absolute termen naar ruim € 660 mio doch relatief gezien zal stijgen naar 122%.

Vervolgens bevat de CVC-Aanbieding de toezegging om uit alle toekomstige winsten van de beide resterende onderdelen in eigendom van het Consortium, de bank en de verzekeraar, pas dividenduitkeringen te doen op het moment dat de double leverage maximaal 100% zal bedragen.

6.8 Waarderingen: SNSR, haar onderdelen en individuele vermogenseffecten

Zoals hiervoor al toegelicht, de CVC-Aanbieding waardeert de aandelen van SNSR in haar totaliteit na de benodigde deep discount claimemissie op ongeveer € 1,4 mrd. Dit wordt in hoofdzaak gereflecteerd door het feit dat de bestaande gewone aandeelhouders na deze claimemissie naar verwachting maar slechts 2% van het totale nieuwe aandelenvermogen in handen zullen hebben – oftewel: de zogenaamde underwriters van deze emissie (met name CVC en de Staat) zullen in ruil hiervoor 98% van het nieuwe aandelenvermogen verkrijgen. Dit betekent dat de waarde van alle gewone aandelen na de emissie ongeveer gelijk is aan € 1,4 mrd/98% = € 1,43 mrd, hetgeen impliceert dat de waarde van het eigen vermogen voor de emissie nagenoeg gelijk is aan 0, ongeveer € 30 mio om precies te zijn. Deze positieve (doch relatief geringe waarde van de aandelen voor de emissie in vergelijking met bijvoorbeeld hun market capitalization op 31 januari 2013) waarde van de 'oude' aandelen SNSR is hierbij overigens nog opwaarts beïnvloed door de burden sharing aspecten van de CVC-Aanbieding; immers, de volgende partijen worden geacht een deel van hun claim op het totale vermogen van SNSR in te leveren:

- De Stichting Beheer ziet de waarde van haar CT-1 securities, nominaal € 486 mio groot (inclusief penalty), dalen naar 0,8% van de genoemde € 1,43 mrd oftewel € 12 mio. Tevens wordt de waarde van hun aandelen B op 0 gezet;
- De Staat ziet de waarde van haar CT-1 securities, nominaal € 848 mio groot (inclusief penalty), dalen naar 0,9% van de genoemde € 1,43 mrd oftewel € 13 mio;
- De achtergestelde schuldenaren worden geacht 75% van hun nominale waarde, daar waar het Tier-1's betreft, in te leveren (de Liability Management exercitie), hetgeen maximaal ruim € 435 mio aan boekwinst zou kunnen opleveren (onder de aanname dat dit alleen zou gelden voor publiekelijk genoteerde achtergestelde schulden van de Bank en SNSR Holding, type Tier-1).

In totaal levert deze burden sharing dus een (minimaal) € 1,7 mrd lagere claim op het totale vermogen van SNSR op. Dit moet in theorie een gunstig effect hebben op de houders van de gewone 'oude' aandelen; echter, het feit dat deze aandelen (na de emissie) toch nog slechts een waarde vertegenwoordigen van ca. € 30 mio is te wijten aan het feit dat SNSR veel extra vermogen nodig heeft voor haar solvabiliteitstekort, gedreven door de zeer hoge benodigde afboekingen op de PF-portefeuille.

CVC onderbouwt de waarde van de gewone aandelen SNSR op bijna nihil, met de eenvoudige redenering dat ondernemingen vergelijkbaar met SNSR (op de unieke PF-problematiek na uiteraard) ongeveer 8 tot 10x hun nettowinstverwachting waard zijn. Aangezien CVC verwacht dat de onderdelen Bank (exclusief PF) en Verzekeraar ongeveer (ruim) € 200 mio jaarlijkse winst zullen moeten kunnen maken, komt zij op een totale waardering van € 2,1 mrd (oftewel circa 5% boven de range, indien 8 tot 10x zou zijn gebruikt) voor SNSR. Dit leidt vervolgens tot € 1,4 mrd waarde van het aandelenvermogen na aftrek van ca. € 700 mio aan de eerdergenoemde double leverage. Vervolgens moet ruim € 2 mrd (bruto) worden afgeboekt op de PF-leningen volgens CVC en resteert feitelijk niets meer voor de houders van de 'oude' gewone aandelen. Kort samengevat: de waarde van deze 'oude' aandelen zit ergens tussen € 0 en € 30 mio.

Deze waardering van de gewone aandelen wordt ondersteund middels een aantal andere indicatieve waarderingen van financiële specialisten. Zo wordt de Bank (exclusief PF) gewaardeerd op € 1,1 – 1,5 mrd, gebruik makend van nettowinstmultiples en market-to-book ratio's. De Verzekeraar (REAAL, inclusief Zwitserleven) wordt gewaardeerd op € 1,4 – 1,8 mrd, vóór een eventuele neerwaartse correctie voor het woekerpolisdossier. In totaal leidt dit tot een bandbreedte van € 2,5 – 3,3 mrd; na correctie voor de woekerpolisproblematiek (voor ca. € 0,2 mrd) en de kosten van de Holding (voor ca. € 0,4 tot 0,8 mrd)

resteert dan een waarde voor SNSR van ongeveer € 1,7 – 2,5 mrd, waar binnen de € 2,1 mrd van CVC prima past. Voor nadere details inzake deze waarderingen, zie ook Hoofdstuk 4[86].

Uitgaande van de genoemde € 1,4 mrd waarde van de 'nieuwe' aandelen en de beoogde Liability Management exercitie levert dit in het CVC-scenario de volgende waarde van de relevante individuele vermogenseffecten op (zoals onteigend):

- Waarde publiek genoteerde 'oude' aandelen: € 4,3 mio (0,2% van totaal aantal 'nieuwe' aandelen);
- Waarde 'oude' aandelen in hand van Stichting Beheer: € 11,6 mio;
- Waarde achtergestelde leningen Tier-1: minimaal € 145 mio (25% van de onderliggende waarde);
- Qua waarde van de Tier-2 achtergestelde schulden en alle onderhandse leningen in het CVC-scenario is dit lastiger te bepalen. Immers, deze vermogenstitels krijgen geen aanbod voor terugkoop, doch worden ongetwijfeld wel positief beïnvloed door het feit dat het CVC-scenario een oplossing zou zijn voor het kapitaaltekort. De vraag is echter gerechtvaardigd of deze waarde weer dichtbij de nominale waarde zou uitkomen; immers, het CVC-scenario zorgt voor een invulling van het kapitaaltekort, maar moet tegelijkertijd nog diverse vormen van verandering te weeg gaan brengen in het gehele concern. Met andere woorden: aankondiging van het scenario c.q. de gekozen oplossing had ongetwijfeld voor opluchting gezorgd (geen faillissement noch nationalisatie), maar had de serieuze en fundamentele uitdagingen nog steeds voor zich liggen. Bovendien zou verdere toekomstige burden sharing voor deze titels in het verschiet blijven liggen;
- Tot slot is het nog relevant om op te merken dat bovenstaande bedragen in principe ongewijzigd blijven, indien Stap 2 van de CVC-Aanbieding aansluitend nog zou worden gezet (de samenvoeging met ASR). CVC heeft immers wel duidelijke ideeën omtrent de synergie-mogelijkheden tussen SNSR (meer specifiek, met name, Reaal) en ASR, maar de kwantificering hiervan is uitermate lastig. Indien wordt gekeken naar het potentieel voor synergiën uit hoofde van kostenbesparingen, dan komen deskundigen bedragen tegen van € 150-200 mio per jaar (op het niveau van de nettowinst). Hierbij dient te worden opgemerkt dat dergelijke voordelen niet automatisch gewaardeerd kunnen worden middels de gebruikelijke, en reeds genoemde, winstmultiples; immers: synergiedoelstellingen zijn vaak redelijk ambitieus en meer dan gemiddeld onderhevig aan risico's qua uiteindelijke executie. Echter, de redenen voor synergiën lijken aanwezig binnen de combinatie van ASR – Reaal, waardoor (gedeeltelijke) realisatie van de voorheen benoemde bedragen qua waarde van de onteigende vermogenseffecten alleen maar zou doen toenemen.

6.9 Vergelijking met nationalisatie

Naast bovenstaande vergelijking, waarbij de bij de nationalisatie onteigende aandeelhouders en achtergestelde schuldenaren er per saldo in totaal met (minimaal) € 160 mio (€ 16 mio voor de beide groepen aandeelhouders en € 145 mio voor de Tier-1 achtergestelde schuldverschaffers) c.q. (maximaal) € 540 mio (voornoemde minimum plus maximaal € 380 mio aan nominale waarde Tier-2 schuldverschaffers) op vooruit zouden gaan in de CVC-Aanbieding versus nationalisatie[87], is het relevant om voor de Staat te vergelijken wat de voor- c.q. nadelen zijn van nationalisatie versus de CVC-Aanbieding.[88]

[86] Gelieve op te merken dat deze waardering nog vóór aftrek van de double leverage is.

[87] Merk op: de waarde voor de verschaffers van achtergestelde onderhandse leningen, ter grootte van € 12 mio bij SNS Bank, exclusief Participatie Certificaten, en € 51 mio bij SNSR zijn hier gemakshalve buiten beschouwing gelaten, waarbij deskundigen menen dat deze waarden ook voor een significant deel zouden zijn veiliggesteld in het CVC-scenario. Voor meer details hieromtrent, zie Hoofdstuk 8.

[88] Voor een soortgelijke vergelijking tussen nationalisatie en de CVC-Aanbieding, zie ook: presentatie van RBS aan DNB van 27 januari 2013, getiteld "Comparison equity gap Diane and proposal Comet" als ook presentatie van MS aan MinFin van 28 januari 2013 met als titel "Project Mercurius – Discussion Materials".

Deze vergelijking kan het beste geschieden op basis van de volgende 3 parameters:

1. De directe cash flows (lees: benodigde injecties) voor de Staat in beide scenario's;
2. De financiële garanties, zoals te leveren door de Staat, op met name de financiering van de af te splitsen PF-entiteit;
3. De verwachte opbrengst van een toekomstige exit van de Staat uit haar deelnemingen in SNSR.

Alvorens deze parameters qua vergelijking over beide scenario's te bespreken, eerst nog even resumerend (en deels simplificerend) wat het startpunt is ten aanzien van het kapitaaltekort binnen SNS Bank na de extra benodigde afboeking op PF van € 2,4 mrd. Op basis van de aanname dat deze afboeking volledig aftrekbaar zal zijn voor de vennootschapsbelasting ontstaat een vermogenstekort van € 1,3 mrd binnen SNS Bank, hetgeen € 0,5 mrd lager is dan het getal genoemd in de SREP-brief 2012 van DNB, omdat laatstgenoemde volledig "... abstraheert van een eventueel te realiseren latente belastingvordering...".

Op basis van dit startpunt ontstaat de volgende vergelijking qua directe cash flows voor de Staat:

	Nationalisatie:	CVC-Aanbieding:
Injectie SNS Bank:	€ 1,3 mrd	€ 0,5 mrd (als onderdeel van emissie)
Injectie PF / New Bank:	€ 0,5 mrd	€ 0,15 mrd
Injectie REAAL:	n.v.t.	n.v.t.
Totaal:	€ 1,8 mrd	€ 0,65 mrd

De Nederlandse Staat moet dus voor ruim € 1 mrd meer zelf investeren in SNSR bij een nationalisatie versus het CVC-scenario.[89] Dit is ook goed te begrijpen: de door CVC geoormerkte middelen voor oplossing van het kapitaaltekort van SNS Bank worden niet verkregen bij nationalisatie. In termen van een private versus publieke oplossing: de door CVC aangeboden burden sharing valt weg bij nationalisatie. In een presentatie van RBS, d.d. 27 januari 2013, de adviseur van DNB in dit dossier gedurende de periode zomer 2012 – januari 2013, staat dit verschil in de zogenaamde 'Day 1 requirement' ook duidelijk vermeld.

Voor wat betreft de tweede parameter, financiële garanties af te geven door de Staat op de financiering van PF / New Bank, is het beeld ook helder: bij nationalisatie is deze garantie ongeveer € 2 mrd minder dan bij de CVC-Aanbieding om de eenvoudige reden dat een bad bank volledig in handen van de Staat als meer kredietwaardig wordt gezien dan een New Bank die slechts voor ongeveer 50% in handen is van dezelfde Staat. Ook deze afweging wordt duidelijk door RBS, in haar gerefereerde presentatie, weergegeven.

Dan de derde parameter, de verwachte opbrengst bij een exit door de Nederlandse Staat. Bij dit onderdeel is het startpunt dat in geval van nationalisatie de Staat 100% eigenaar wordt van SNSR en al haar onderdelen, daar waar dit slechts 35% betreft in het SNSR (zonder het af te scheiden PF) na de zeer forse claimemissie in het CVC-scenario en circa 50% in de nieuw op te richten New Bank. Vervolgens komt de vraag aan de orde hoe de waarde van SNSR en haar onderdelen zich zou ontwikkelen in beide te vergelijken scenario's. Dit is een lastige vraag: weliswaar werd de waarde van SNSR in totaal ingeschat op ongeveer € 1,4 mrd, de bedoeling in beide scenario's was wel dat deze waarde zich over de tijd positief zou gaan ontwikkelen. Immers, de impact van onrust (terugkeer van rust) en meer focus op een strategie van actuele

[89] De genoemde € 1,8 mrd kapitaalinjectie door de Staat in geval van nationalisatie is € 0,9 mrd minder dan genoemd in de kapitaalbrief van DNB van 31 januari 2013, waarbij € 0,6 mrd wordt verklaard door het lagere kapitaaltekort binnen de bank volgens de deskundigen, vanwege de mogelijkheid van belastingaftrek, en de overige € 0,3 mrd de (her)financiering van de Holding. Aangezien CVC laatstgenoemde post wil financieren met een externe partij, achten deskundigen bovenstaande vergelijking (exclusief Holding-behoefte) beter verdedigbaar (vergelijking van appels met appels).

veranderingen zouden de waarde opwaarts moeten doen bewegen. In welke mate en hoe dit zou verschillen in een situatie met de Staat als enige aandeelhouder dan wel een combinatie van private equity en de Staat is veel lastiger te beantwoorden. De onrust zou in beide situaties aannemelijk minder zijn geworden, terwijl een strategie gericht op actuele veranderingen door beide vormen van nieuw eigendom (volledig publiek dan wel deels publiek eigendom) zou worden nagestreefd. Daarom is het in de ogen van deskundigen het beste om de verwachte opbrengst bij exit eenvoudig te laten weerspiegelen in de ingeschatte waarde per 1 februari 2013 en dan ontstaat het volgende beeld:

1. Nationalisatie: Staat heeft waarde van € 1,4 mrd in handen
2. CVC-Aanbieding: Staat heeft ongeveer 35% van € 1,4 mrd, zijnde € 490 mio, in handen

Kortom: de Staat heeft € 900 mio meer in haar bezit in het scenario Nationalisatie. Hierbij merken deskundigen overigens op dat RBS deze parameter wel inschat op basis van een verwachte 'indicative sale price'; RBS komt hierbij tot een opbrengst voor de Staat van € 2,0 mrd in geval van nationalisatie; dit is de som van € 1,3 mrd verwachte opbrengst voor SNS Bank (zonder PF) en € 1,4 mrd voor de verzekeraar, minus € 0,7 mrd voor de ontvlechting van de Holding en bijbehorende double leverage. Dit getal wordt vergeleken met 35% van € 2,7 mrd in geval van de CVC-Aanbieding (plus € 150 mio uit de New Bank), op basis waarvan RBS concludeert op een voordeel van € 950 mio voor de Staat ten faveure van nationalisatie.

Qua totaalbeeld levert deze vergelijkende analyse op dat de Staat beter kan opteren voor de CVC-Aanbieding, met een totale plus van minimaal € 200 mio. Dit is ook logisch aangezien het CVC-voorstel (i) € 900 mio meer private middelen injectie betekent, (ii) minder participatie in PF / New Bank benodigt en (iii) verdere financiering door andere marktpartijen mogelijk maakt, zoals bijvoorbeeld de herfinanciering van de € 0,3 mrd aan externe leningen binnen de Holding die op korte termijn afgelost moesten worden (maart 2013) en wellicht ook de lening van € 651 mio zoals te herfinancieren door de verzekeraar.

RBS lijkt tot deze zelfde conclusie te komen in haar presentatie aan DNB van 27 januari 2013.[90] Een volledig private oplossing voor het kapitaaltekort acht ook zij uiteraard op dat moment niet meer mogelijk, doch een deels private oplossing wel. Bovendien is deze deels private oplossing niet alleen cashflow-technisch aantrekkelijker voor de Staat, de keuze voor deze optie voorkomt ook de negatieve reactie van marktpartijen, daar waar het gaat om de toekomstige interesse voor investeringen in achtergestelde schulden. Bovendien merkt RBS op dat ook andere Nederlandse financiële instellingen last zouden kunnen krijgen van dit meer negatieve marktsentiment na een nationalisatie.

Om een dergelijk deels private oplossing mogelijk te maken benoemt RBS nog de volgende resterende voorwaarden:

- Een getekende term sheet tussen MinFin en CVC-Consortium;
- Overeenkomst inzake de bad bank afspraken;
- Geen toestemming vooraf door DNB voor mogelijke dividenduitkeringen bij het voldoen aan bepaalde minimale eisen;
- Geen dividendbetalingen vanuit de Holding alvorens een redelijk maximaal niveau van double leverage zou zijn bereikt;
- Een leningfaciliteit om opkomende herfinancieringen mogelijk te maken (met name bij de Holding); en
- Geen executierisico bij de Liability Management exercitie.

[90] De vergelijking van RBS is qua uitkomst nog veel meer stellig; vanwege haar aanname dat de injectie in SNS Bank € 2,1 mrd groot zou moeten zijn, komt RBS tot een verschil tussen beide alternatieven van minimaal € 1 mrd, welke wellicht goed zou kunnen worden gemaakt middels een bankenheffing. Kortom: RBS lijkt voorstander van het CVC-voorstel.

Bij de vergelijking tussen nationalisatie en de CVC-Aanbieding worden in sommige analyses door derde partijen (i) het effect van de burden sharing vanuit onteigening van junior schuldtitels en (ii) het effect van de bankenheffing nog meegenomen. Beide aspecten zouden dan met name gunstiger uitvallen voor het nationalisatie alternatief. Deskundigen achten het echter niet correct om deze beide aspecten mee te nemen in deze vergelijking. Immers, een verdere reductie van junior schuldtitels (boven op het geplande 25% aanbod) had ook kunnen plaatsvinden onder gecombineerd CVC / Staat-eigendom en ditzelfde geldt ook voor de bankenheffing[91].

Concluderend kunnen deskundigen derhalve stellen dat bovenstaande vergelijking weliswaar lastig is, maar per saldo in het voordeel uitvalt van de CVC-Aanbieding, omdat deze meer burden sharing, minder participatie van de Staat in de bad bank en meer risk sharing oplevert. Met andere woorden: de economische rationale pleitte in het voordeel van de CVC-Aanbieding boven nationalisatie. Daarnaast waren er echter ook nog andere kenmerken van de CVC-Aanbieding en waren er ook twijfels omtrent een en ander vanuit zowel MinFin als ook de DNB. Hier zullen deskundigen hieronder meer uitgebreid bij stil staan.

6.10 Beoordeling CVC-scenario: visie van DNB en MinFin

Het uiteindelijke oordeel van DNB inzake dit scenario staat in de basis al duidelijk geformuleerd in haar SREP-brief 2012 aan SNSR (d.d. 27 januari 2013); immers, de daarin beschreven maatregel kent de volgende componenten:

1. Uiterlijk 31 januari 2013 om 18.00 uur aanvulling van het kernkapitaal met € 1,84 mrd;
2. Althans uiterlijk op die datum een presentatie van een finale oplossing hiertoe, met:
    a. Een voldoende mate van zekerheid van slagen;
    b. Tenminste vereist dat alle daarbij betrokken partijen zich aantoonbaar aan deze oplossing hebben gecommitteerd;
    c. Op korte termijn na presentatie een daadwerkelijke aanvulling van het kernkapitaal met bovenstaand bedrag.

Strikt genomen is deze maatregel een zogenaamde mission impossible. Immers, niet alle parameters vallen binnen de invloedssfeer van het CVC-consortium (denk onder andere aan goedkeuring door de EC en daadwerkelijke medewerking c.q. commitment van MinFin). Bovendien is een aantal componenten redelijk subjectief: “een voldoende mate van zekerheid”, “aantoonbaar gecommitteerd” en “op korte termijn nadien” vallen in deze categorie.

In de evaluatie van het oordeel van DNB kan het beste worden gestart met het feit dat een presentatie van het finale voorstel van het consortium (‘de CVC-Aanbieding’) op 31 januari beschikbaar was en diezelfde dag is gepresenteerd aan de DNB.

Vervolgens blijkt uit diverse documenten en uit de door deskundigen gevoerde interviews dat DNB dit CVC-voorstel niet als oplossing (met een voldoende mate van zekerheid van slagen) zag voor het kapitaaltekort

[91] Qua bankenheffing ligt het beeld iets meer genuanceerd. Immers, een daadwerkelijke bankenheffing levert de Staat direct geld op en is dus een pure vorm van burden sharing. Deze had echter ook kunnen worden toegepast in het CVC-scenario, net zoals is gebeurd bij de nationalisatie. In de CVC-Aanbieding worden de 3 Nederlandse grootbanken geacht deel te nemen in het consortium middels een lening; dit is geen vorm van heffing, maar een reguliere financieringsvorm onder marktconforme voorwaarden, zo is althans de aanname van deskundigen. Zo niet, dan zou een deel van deze financiering kunnen worden geoormerkt als burden sharing. Goedkeuring door de EC had waarschijnlijk in elk geval verkregen kunnen worden middels een algehele bankenheffing, te gebruiken als funding van de bad bank.

van SNS Bank, althans niet binnen de door DNB gestelde termijn van 31 januari 2013. Dit oordeel wordt bijvoorbeeld heel duidelijk verwoord in de volgende redenering van DNB: *"Wel hebben SNS REAAL N.V. (SNS REAAL) en SNS Bank een voorstel aan DNB gepresenteerd, bestaande uit onder andere een memorandum of understanding (MoU), dat naar hun oordeel zou voorzien in een herkapitalisatie in lijn met het besluit van DNB. DNB heeft dit voorstel beoordeeld, en komt tot het oordeel dat dit voorstel een onvoldoende mate van zekerheid geeft dat het genoemde kapitaaltekort op korte termijn zal zijn aangevuld"*.[92]

Meer specifiek zijn de onderliggende door DNB aangevoerde twee belangrijkste redenen hierbij als volgt, waarbij deskundigen tevens de visie van andere gehoorde partijen meenemen in hun uiteindelijke beoordeling van de levensvatbaarheid van het CVC-voorstel:

1. Niet alle bij de voorgestelde transactie betrokken partijen hebben zich hier aantoonbaar gecommitteerd. Dit heeft DNB niet enkel geconstateerd aan de hand van het feit dat geen van de in het MoU genoemde partijen haar handtekening heeft gezet. Ook blijkt nergens uit dat de partijen het met elkaar eens zijn over de inhoud van het MoU. Uit de aangeleverde stukken blijkt dat SNSR zelf en slechts één van de vijf leden van het in het MoU genoemde consortium (Consortium) op een bepaalde wijze gecommitteerd zijn. Van geen van de andere genoemde partijen (Stichting Beheer SNSR, de grootbanken en de Staat) blijkt enige echte concrete vorm van commitment of dat ze het eens zijn met de inhoud van de MoU. De Stichting Beheer SNS REAAL constateert in een toegestuurde e-mail, welke door SNSR is overgelegd, weliswaar dat ze een positieve grondhouding heeft jegens het voorstel, maar tegelijkertijd dat ze de fundamenten van het voorstel niet inhoudelijk kan beoordelen en dus ook niet de redelijkheid ervan voor de aandeelhouders, inclusief de minderheidsaandeelhouders. De grootbanken geven aan in dit stadium geen commitment te kunnen geven zonder instemming van MinFin en de Europese Commissie. Tenslotte, de belangrijkste partij die naar het onderdeel van DNB in deze ontbreekt is de Staat. De stellige verwachting van DNB is dat de Staat zich niet alsnog aan de in het MoU beschreven transactie committeert. Er lijkt een groot aantal fundamentele punten te zijn waar de Staat, SNSR en het Consortium het niet over eens zijn. De meest wezenlijke daarvan lijkt te zijn de onevenwichtige verhouding tussen investering, zeggenschap en risicoallocatie, welke de Staat gevraagd wordt te accepteren.

   Ten aanzien van deze reden 'niet alle betrokken partijen hebben zich aantoonbaar gecommitteerd' overwegen deskundigen als volgt. De relevante betrokken partijen zijn hierbij als volgt:
   a. Het CVC-consortium (Consortium);
   b. De Stichting Beheer;
   c. De 3 grootbanken;
   d. De Staat.

   Ad a. Het Consortium.
   Uit gesprekken van deskundigen met zowel SNSR-vertegenwoordigers als ook met CVC ontstaat een ander beeld ten aanzien van het commitment van het Consortium: weliswaar staan er inderdaad geen handtekeningen onder het MoU, maar dit is gebruikelijk bij dit soort transacties; een formele bevestiging van het voornemen tot een investering door private equity en haar investeerders vindt in de regel pas plaats via een zogenaamde finale investment committee meeting. Deze is echter vooral formeel van aard in deze situatie, omdat alle relevante componenten van het MoU door CVC al voorbesproken zijn met de uiteindelijke investeerders en deze investeerders ook partijen zijn van naam en faam, waar onder andere PGGM en AlpInvest toe behoren; alle voorgaande stappen en het finale MoU droegen dan ook al het akkoord van het investment committee, aldus CVC. Bovendien heeft CVC al gedurende een lange periode boekenonderzoek gedaan en navenant kosten moeten

[92] Uit brief van DNB aan SNS Bank en SNSR van 1 februari 2013.

maken van ettelijke miljoenen. Dergelijke processen kennen een uitgebreide voorbereiding en hebben in deze fase van de onderhandelingen een zeer geringe kans van mislukking; vandaar het verwachte pure formele karakter van de nog benodigde investment committee meeting, waarna de handtekening van het Consortium gezet zou kunnen worden. Partijen spraken naar deskundigen de verwachting uit dat deze laatste stap binnen 1 tot 2 weken na de MoU gezet had kunnen worden. Bovendien moet niet vergeten worden dat CVC in de weken voorafgaand aan 31 januari 2013 diverse zaken in gelijktijdigheid heeft moeten uitvoeren: niet alleen een nadere analyse van SNSR en haar onderdelen, maar ook van beoogd partner ASR en een uitgebreide discussie met de 3 Nederlandse grootbanken en MinFin omtrent een gezamenlijk op te tuigen bad bank. Voorwaar een complexe en daarmee tijdrovende exercitie, die voor eind januari tot resultaat zou moeten leiden, waarbij ook nog eens de waardering van PF door MinFin in de laatste fase van de onderhandelingen negatief werd aangepast, hetgeen tot een grotere kapitaalbehoefte leidde en dus aanpassingen vergde in het CVC-voorstel, zoals eerder aangegeven. Vandaar dat de formele laatste stap nog niet voor eind januari gezet had kunnen worden.

Ad b. De Stichting Beheer.
Ook de Stichting Beheer SNSR nuanceert bovenstaande visie van DNB in haar interview met deskundigen. Zij meent weliswaar meer tijd nodig gehad te hebben voor een redelijke beoordeling van de finale CVC-Aanbieding, maar is daarentegen ook heel duidelijk in haar stellingname dat dit voorstel duidelijk beter zou zijn geweest dan de uiteindelijke nationalisatie.

Ad c. De 3 grootbanken.
De grootbanken lijken een wat meer politiek standpunt te kiezen in deze: weliswaar geven zij aan uitgebreid onderzoek te hebben verricht naar de PF-portefeuille, waarin de nodige probleemleningen zijn geïdentificeerd, maar tegelijkertijd lijken zij minder trek te hebben in een switch van PF naar een bad bank, omdat te snelle afbouw van deze portefeuille ook hun eigen vastgoedleningenportefeuille zou kunnen treffen. Bovendien hebben zij al eerder een voorstel ontvangen voor een bankenheffing, indien MinFin over zou gaan tot nationalisatie. Deze zekerheid van een bepaalde (maximale) heffing en PF in handen van de overheid geeft hen meer comfort, zo lijkt het; ook zou dan geen concurrerende spaar-hypotheekbank in handen van een private equity eigenaar het speelveld betreden.

Ad d. De Staat.
Tot slot, het commitment van MinFin en haar visie op de CVC-Aanbieding. Na overleg met en advies van toezichthouder DNB hanteert MinFin feitelijk de volgende vier beoordelingscriteria ten aanzien van de CVC-Aanbieding:

1. Verhoging van capital base, vanwege de afwaardering van de PF-assets;
2. Burden sharing, in een poging om ook de private sector te betrekken in de oplossing voor SNSR;
3. Het financiële rendement op de (noodzakelijke) investering in SNSR (middels de CT-1 stukken);
4. De toekomstige governance van SNSR en haar onderdelen, als mede-eigenaar van de onderneming.

Voor wat betreft het eerste criterium lijkt de CVC-Aanbieding, althans op het eerste gezicht, voldoende. Immers, de benodigde middelen worden binnengehaald ter versterking van het eigen vermogen van de bank. Daar waar de CVC-Aanbieding echter is gericht op een afschrijving van

€ 2,4 mrd bij PF, ziet MinFin op het laatste moment[93] blijkbaar goede redenen voor een afboeking van € 400 mio meer: € 2,8 mrd. Aangezien CVC pas op het allerlaatste moment werd geïnformeerd over deze extra verhoging, was zij hier uitermate ontstemd over. Echter, in allerijl poogde zij ook dit punt op te lossen middels de lening van € 550 mio van de 3 Nederlandse grootbanken aan het Consortium. Hiermee werd een buffer gecreëerd richting deze eventueel benodigde significant hogere afboeking van € 2,8 mrd. Niet alleen betogen deskundigen elders in dit onderzoek dat de € 2,8 mrd meer dan discutabel is (voor details, zie Hoofdstuk 4.2.2), de aanvankelijke keuze van MinFin voor € 2,4 mrd is al behoorlijk conservatief dan wel prudent te noemen. In dit kader is de mening van deskundigen dan ook dat de CVC-Aanbieding duidelijk voldoet aan het eerste beoordelingscriterium van MinFin.

Ook het twee criterium kan eenvoudig worden afgestreept: de CVC-Aanbieding wordt niet alleen gekenmerkt door 65% private bijdrage (van het Consortium) aan de beoogde emissie, maar kent tevens burden sharing in de vorm van de geplande Liability Management exercise (levert bruto circa € 435 mio op en waarschijnlijk ook netto, vanwege de vrijstelling op dergelijke boekwinsten) en bovendien moeten de 3 Nederlandse grootbanken stevig participeren middels € 400 mio als lening aan het Consortium en € 150 mio bijdrage aan de bad bank. Kortom: bijna € 2 mrd wordt in de CVC-Aanbieding opgebracht door de private sector.

Voor de beoordeling van het derde criterium, de afweging tussen de CVC-Aanbieding en nationalisatie qua financieel rendement, volstaat MinFin met een analyse van haar adviseur in deze (Morgan Stanley). Deze analyse vergelijkt beide alternatieven en komt tot de conclusie dat nationalisatie de Staat minder geld kost dan de CVC-Aanbieding. Echter, deze analyse is niet volledig en vergelijkt deels appels met peren. Zo ontbreekt de € 400 mio lening van de grootbanken aan het Consortium in de analyse, maar feitelijk zou deze bijdrage nog hoger moeten zijn om in gelijke verhouding te staan met de beoogde € 1 mrd bankenheffing in geval van nationalisatie.

Indien deze extra hoeveelheid bankenbijdrage (feitelijk nog eens € 450 mio boven op de beoogde lening aan het Consortium ad € 400 mio en de storting van € 150 mio aan funding voor de bad bank) zou zijn meegenomen in de vergelijking en tevens de hoeveelheid beoogde burden sharing in geval van nationalisatie wordt gecorrigeerd, dan leidt de vergelijkende analyse tot het omgekeerde oordeel: de CVC-Aanbieding is aantrekkelijker qua rendement, zoals hiervoor reeds door deskundigen is verwoord en getoond. Dit is ook redelijk logisch: de private bijdrage aan de kapitaalsverhoging (bijna € 900 mio participatie in de emissie) zit alleen in de CVC-Aanbieding, terwijl de Staat slechts een deel van de burden sharing middels de bijdrage van achtergestelde schuldenaren nu moet delen met CVC; het eerste weegt zwaarder.[94] Verder kan wellicht nog een verschil van mening bestaan over de waarde van SNSR; echter, dit zou de Staat ingebracht kunnen hebben in de finale onderhandelingen. Bovendien is de door CVC beargumenteerde waarde van circa € 1,4 mrd voor SNSR niet onredelijk (zie Hoofdstuk 4).

Een andere uitdaging voor de Staat zou ook nog de bad bank zijn geweest; weliswaar lijkt deze nieuwe entiteit over voldoende kapitaal te beschikken na de beoogde kapitaalbijdragen (door Staat, grootbanken en Stichting Beheer), maar de portefeuille van leningen is redelijk problematisch en geeft altijd nog onzekerheden richting de toekomst. Dit zou de Staat het beste hebben kunnen

[93] Pas op 30 januari 2013 deelde MinFin mede aan SNSR dat zij het zogenaamde attachment point verhoogt van € 2,4 mrd naar € 2,8 mrd zonder een duidelijke reden hiervoor aan te geven, aldus notulen van de SNSR RvC vergadering van die dag.

[94] Ook de in Hoofdstuk 6.9 beschreven vergelijking tussen nationalisatie en het CVC-scenario door RBS, adviseur van DNB, is een goede basis voor de beoordeling van het derde criterium van de Staat.

afdekken middels een bepaalde garantie op de financiering, waardoor tijd zou zijn gekocht, net als bij nationalisatie is beoogd. Met andere woorden: qua bad bank oprichting zit er niet veel verschil tussen de CVC-Aanbieding en de uiteindelijke nationalisatie.

Samenvattend kan worden gesteld dat het CVC-voorstel ook qua derde beoordelingscriterium van MinFin als superieur aan nationalisatie moet worden gezien.

Tot slot, het criterium van de governance oftewel invloed van de Staat binnen het beoogde 'nieuwe' SNSR; vanuit de bijdrage van de Staat aan de emissie en haar initiële stake resteert namelijk slechts een minderheidsbelang in het 'nieuwe' SNSR. Dit levert inderdaad beperkingen op ten aanzien van een volledige zeggenschap, die zou resulteren bij nationalisatie. Maar, voor alle duidelijkheid, burden sharing door middel van een private bijdrage aan de kapitaalsverhoging zal altijd gepaard gaan met verlies aan stemrecht. Het is normaal dat participatie door private investeerders gepaard gaat met stemrecht voor hen. Belangrijke vraag voor de Staat zou daarom moeten zijn: welke vorm van invloed streef ik na in de 'nieuwe' onderneming en hoe kan dit middels bepaalde specifieke rechten en / of veto's zo goed mogelijk worden ingericht. Dit criterium is daarmee het meest lastig nader in te vullen, maar kan niet worden aangemerkt als een potentiële 'deal-breaker', zeker in het licht van de andere 3 criteria. Bovendien zorgt gedeelde governance wellicht ook voor een betere ontwikkeling van de SNSR-onderdelen nadien; meerdere meningen c.q. diverse ervaringen zijn altijd goed voor de ontwikkeling van een business.

Kortom, de door MinFin opgestelde 4 beoordelingscriteria inzake de CVC-Aanbieding pakken feitelijk allemaal goed uit: het CVC-voorstel voldoet in voldoende mate aan de criteria en is op een aantal fundamentele punten zelfs als beter te beoordelen dan nationalisatie.
Dit neemt echter niet weg dat hierdoor MinFin aantoonbaar gecommitteerd zou zijn geweest aan het CVC-voorstel; hier komen deskundigen later nog op terug.

2. Een tweede belangrijke reden voor het oordeel van DNB inzake het CVC-voorstel is de factor tijd en tijdigheid ('op korte termijn na presentatie een daadwerkelijke aanvulling van het kernkapitaal'). In dit kader speelt een aantal zaken:
    - De door DNB gestelde eis dat SNS Bank uiterlijk 31 januari 2013 haar kernkapitaal met minimaal € 1,84 mrd diende te hebben aangevuld, althans dat SNS Bank voor deze datum een finale oplossing hiervoor moest presenteren met voldoende mate van zekerheid van slagen, zoals expliciet geduid in haar definitieve SREP-brief 2012 van 27 januari 2013. De achterliggende reden voor deze eis qua deadline is met name gelegen in de datum van 14 februari 2013, waarop SNSR haar voorlopige jaarcijfers volgens planning zou publiceren. Vanwege de aanhoudende onzekerheid op de vermogensmarkten ten aanzien van de mogelijkheden van SNSR om haar kapitaal te verhogen, werd door marktpartijen reikhalzend uitgekeken naar deze datum. Om te voorkomen dat deze datum niet zou worden gehaald c.q. tijd te hebben om anderszins te acteren voordien, koos DNB voor een periode van 2 weken voor deze geplande publicatiedatum als deadline;
    - De externe accountant had heel duidelijk aangegeven dat de cijfers voor 2012 niet zouden worden goedgekeurd met de gebruikelijke opinie (inclusief continuïteitsverklaring), indien er niet concreet zicht zou zijn op de benodigde kapitaalsverhoging. Vanwege de keuze voor 31 januari zou zo ook de accountant de plannen kunnen beoordelen voor 14 februari;
    - Een mogelijke bankrun door spaarders die onzeker zouden worden over het voortbestaan van SNSR en SNS Bank en hierdoor wellicht zouden kunnen besluiten hun spaartegoeden over te sluizen naar elders. Weliswaar was er veel onzekerheid rondom SNSR, maar een echte bankrun is uitgebleven, ook in de maand van januari, waarschijnlijk omdat veel

particuliere spaarders voldoende vertrouwen hadden in het depositogarantiestelsel – zie Hoofdstuk 4.2.1).

Het is deskundigen duidelijk geworden in de interviews dat de tijdsplanning zeer kritiek was, doch niet zo dogmatisch als DNB met name lijkt te suggereren. Immers, door de sterke focus op 31 januari was er een compleet CVC-voorstel beschikbaar en zou een korte periode nadien hebben volstaan om formeel commitment te verkrijgen van de investeerders in het Consortium. Daarnaast zou zorgvuldige communicatie omtrent onderliggende redenen zelfs een korte vertraging in publicatie van voorlopige jaarcijfers zonder al te veel negatieve consequenties, mogelijk moeten hebben kunnen maken. Hiermee concluderen deskundigen dat tijd weliswaar schaars was, doch geen onoverkomelijke problemen zou moeten opleveren. Met dien verstande dat goedkeuring door de EC wellicht langer op zich had laten wachten, gezien de processen aldaar, echter een soort van voorlopige goedkeuring zou relatief snel tot stand hebben moeten komen.

Ten aanzien van het proces van eventuele EC-instemming: bereidheid tussen CVC en MinFin om gezamenlijk tot een akkoord te komen, bij mogelijke vereiste EC-remedies, zou uiteraard geholpen hebben. Bovendien was en is de EC groot voorstander van burden sharing, welke in de CVC-Aanbieding groter is dan bij nationalisatie, waardoor een goedkeuring mogelijk zou moeten zijn geweest onder redelijke voorwaarden, net zoals nationalisatie ook uiteindelijk door de EC is goedgekeurd (in haar officiële besluit op 18 december 2013, in lijn met haar voorlopige besluit, zoals reeds bekend gemaakt op 22 februari 2013, 3 weken na de nationalisatie).

Na 31 januari 2013 had vervolgens de voorbereiding voor de Liability Management exercise en verdere documentatie van de transactie gestart kunnen worden, hetgeen veelal efficiënt geschiedt door hierbij ervaren externe deskundigen te gebruiken.

Het standpunt van de DNB in deze dat er geen zogenaamde long-stop date (een ultieme deadline) in de MoU stond, is volgens deskundigen louter formeel; deze zou volgens CVC na kort overleg prima nader ingevuld kunnen worden. Naar het oordeel van laatstgenoemde was rust en duidelijkheid richting alle betrokkenen van het grootste belang en dit zou gecreëerd kunnen worden middels presentatie van deze finale oplossing en de voorlopige jaarcijfers 2012 op de geplande 14 februari 2013.

Dit waren dus de twee belangrijkste redenen voor DNB om de geboden CVC-oplossing af te wijzen, vanwege een onvoldoende mate van zekerheid van slagen, en de mening hieromtrent van deskundigen. Hiermee kwalificeerde het voorstel naar het oordeel van DNB niet als de in het SREP besluit genoemde “korte termijn, committed oplossing”. In een situatie waarbij de impairment op het moment van aankondiging genomen zou moeten worden, kon dan van DNB niet worden verwacht een transactie goed te keuren, waarbij gedurende een onbestemde tijd het kapitaaltekort zou blijven bestaan zonder uitzicht dat dit op zeer korte termijn opgelost zou worden. Dit zou leiden tot een aanhoudende periode van onzekerheid terzake van een systeemrelevante instelling en daarmee een groot risico voor de stabiliteit van het financiële stelsel gecreëerd hebben. Echter, als eerder aangegeven, hoewel deskundigen dit standpunt van DNB begrijpen, menen zij dat dit oordeel te rigide is en onrecht doet aan de kans van slagen van de CVC-Aanbieding op korte termijn. Immers: het is een wel doordacht voorstel, met voldoende kapitaalsverhoging en burden sharing als een belangrijke basis en dit werd zo vlak voor de haven tot zinken gebracht. Deskundigen zijn daarom, op grond van het bovenstaande, van mening dat de CVC-Aanbieding wel degelijk de basis kan zijn voor een alternatief scenario voor SNSR. Uiteraard is deze mening ook sterk gestoeld op de analyse van deskundigen inzake PF (zie Hoofstuk 4.2.2).

Zoals gezegd, omtrent het uiteindelijke commitment van MinFin wordt later nog teruggekomen. Naast de bovengenoemde direct betrokken partijen waren er echter ook externe partijen van belang voor het slagen van de CVC-oplossing.

Ook ten aanzien van deze externe partijen, die op relevante onderdelen van het MoU van belang waren en hun goedkeuring op bepaalde punten moesten geven, constateerde DNB dat geen enkele van de voorwaarden, als opgenomen in artikel 3.1.1 van het MoU, vervuld waren. Dat betekende onder andere dat er geen enkele duidelijkheid was of deze CVC-Aanbieding of deelaspecten daarvan acceptabel zou zijn voor bijvoorbeeld de Europese Commissie, de fiscus en de externe accountant. De eerste moest immers goedkeuring geven aan de beoogde bad bank constructie, de tweede moest meer zekerheid bieden voor wat betreft de fiscale aftrekbaarheid van de significante afboeking bij PF en de derde moest een goedkeurende verklaring willen geven bij de 2012 financials, mede op basis van het CVC-voorstel als op zeer korte termijn te implementeren. Ten aanzien van deze drie externe partijen betogen deskundigen als volgt:

- Europese Commissie en bad bank constructie: allereerst had de EC inderdaad duidelijk aangegeven dat 2 van de 3 Nederlandse grootbanken, te weten ABN AMRO en ING Bank, niet mochten participeren in de bad bank. Aldus resteerde in het CVC-voorstel dan ook alleen Rabobank. Vraag van DNB was dan ook terecht hoe EC een dergelijke bad bank, in handen van Rabobank en de Staat, beoordeeld zou hebben. Het lijkt niet onlogisch dat de EC met name eisen zou hebben gesteld aan de onafhankelijkheid van het management van de bad bank ten opzichte van Rabobank, om zo oneigenlijke, concurrentie-obstruerende effecten te beperken. Dit lijkt ook in het belang van de Staat te zijn en ten aanzien van de Rabobank zou de Staat onderhandelingsruimte gehad moeten hebben, vanwege het alternatief van de significante bankenheffing. Daarnaast heeft de EC uiteindelijk ook ingestemd met de separatie van PF, direct na nationalisatie. Bovendien, en dat vinden deskundigen het meest relevant, was er een alternatief voor de funding van de bad bank, die de EC zeer waarschijnlijk wel had goedgekeurd. Hier komen deskundigen ook onderstaand op terug;
- Fiscus: de fiscale aftrekbaarheid van de beoogde afboeking lijkt in eerste instantie geen moeilijk probleem. Immers, de afboeking is een kostenpost en kan als zodanig in mindering worden gebracht op de inkomsten van PF. Echter, de post was van een zodanige omvang dat de vraag gerechtvaardigd is of PF voldoende toekomstige winsten tegemoet had kunnen zien om dit verlies te compenseren. Dit is lastiger in te schatten, hoewel PF in normale jaren redelijk winstgevend was geweest[95];
- Externe accountant: deze zou vermoedelijk met name de beoogde kapitaalstorting hebben beoordeeld, met de vraag of deze voldoende is. Gezien de uitgebreide PF-discussie, de beoogde afboeking van maar liefst € 2,4 mrd en de splitsing richting een bad bank, zou de accountant met relatief minder zorgen naar het 'nieuwe' SNSR hebben gekeken. Goedkeuring in deze is lastig te voorspellen, doch instemming van DNB zou ongetwijfeld van groot belang hierbij zijn geweest.

Vervolgens willen deskundigen nogmaals terug naar de positie en rol van de EC. Deze gaf medio december 2012 duidelijk aan dat de acquisition ban van ABN AMRO en ING Bank hen zou verhinderen (rechtstreeks) deel te nemen in het risicodragende vermogen van de op te richten bad bank. Vervolgens zou alleen Rabobank zijn overgebleven als kandidaat aandeelhouder, maar deskundigen snappen dat dit alternatief niet geheel logisch zou zijn geweest. Echter, een meer creatieve oplossing voor dit probleem is aan de orde geweest in de eerste weken van januari 2013. In een email, d.d. 10 januari 2013 van MinFin aan de plv Directeur-Generaal mededinging van de EC, de heer Koopman, werd als alternatief voor de kapitaalstorting in de bad bank en ter vermijding van de acquisition ban onder meer voorgesteld, om aan alle banken in Nederland een bankenheffing op te leggen in plaats van rechtstreekse participaties in deze bad bank. In de

[95] Zoals eerder gememoreerd, bij de nationalisatie is iets minder dan 50% van de extra afboeking van ruim € 2 mrd (in combinatie met € 0,8 mrd afboeking in H2 van 2012 leidt dit tot de door Staat beoogde afboeking van in totaal € 2,8 mrd) in aanmerking genomen als basis voor een actieve belastinglatentie.

email werd de vraag gesteld: *"We need your clear feedback whether this is a viable route or not"*[96]. Deze feedback kwam nog dezelfde dag per email uit Brussel: "*As you know, we would prefer an open and competitive tender process to capitalise the bad bank. However, I accept that this might be more expensive for the State and that your approach would be more attractive from this perspective. However, in this scenario, I fear that unless ING and AA commit to accept the levy this will be highly problematic since we will then have to formally lift the acquisition bans"*[97].

Impliciet blijkt uit deze reactie dat het opleggen van een bankenheffing om de bad bank te kapitaliseren wel degelijk tot de mogelijkheden behoorde. Dit blijkt overigens nog eens duidelijk uit een email van MinFin aan DNB, d.d. 17 januari 2013, waarin expliciet staat vermeld: "*Belangrijkste uitkomst: acquisition bans worden niet "gelift". EC kan instemmen met heffing. Het is aan ons hoe hoog die heffing is"*[98]. Gedoeld werd hier op de ontvangen terugkoppeling van het overleg van het zogenaamde caseteam (van de EC) met Commissaris Almunia. Op 16 januari 2013 heeft de Minister van Financiën aan de 3GBs voorgesteld de reeds met hen besproken bankenheffing te gaan gebruiken als kapitaalstorting in de bad bank, aangezien de EC de acquisition bans zeer waarschijnlijk niet zou gaan opheffen. De spreiding van de heffing zou in twee jaar geschieden en als pleister op de wond voor de banken zou de geplande voorfinanciering van het DGS met twee jaar worden uitgesteld. Maar de grootbanken hapten niet toe, aldus het rapport Frijns-Hoekstra.[99] Dit vinden deskundigen merkwaardig - MinFin had wellicht meer dwingend in deze kunnen zijn naar de 3GBs; immers, het eventuele opleggen van de bankenheffing was hen reeds eerder in het vooruitzicht gesteld. Deskundigen zien in deze een duidelijke onwil van de 3 GBs om op deze wijze CVC in het zadel te helpen bij een kleine concurrent, terwijl zij tegelijkertijd moeten bijdragen aan de oplossing voor PF. Ook MinFin zelf twijfelde echter heel duidelijk over deze creatieve oplossing: "*Het opleggen van een heffing aan alle banken, als onderdeel van de CVC-variant, is vanuit politiek oogpunt moeilijk verdedigbaar. In dat geval worden Nederlandse banken belast ten gunste van een internationale private equity partij. Bovendien zijn rendementscriteria van CVC (+/- 20% verwacht rendement) algemeen bekend in de markt. Het oogt vreemd om enerzijds een deal te sluiten met een private equity partij met dergelijke rendementsvereisten en anderzijds Nederlandse banken een heffing op te leggen, banken zullen dit aanvechten."*, aldus een schrijven van topambtenaren van MinFin aan de Minister van 29 januari 2013.

Hier ligt voor deskundigen de duidelijke constatering dat MinFin niet gecommitteerd was aan de CVC-oplossing, daarbij gesteund door de 3 GBs. Het was Nederland versus internationaal private equity, heffingen voor banken versus rendement voor datzelfde private equity, en de Staat als partner-aandeelhouder van zo'n partij was waarschijnlijk een brug te ver voor MinFin, zowel economisch als ook cultureel en moreel.

Alvorens dit uiteindelijke gebrek aan commitment voor de CVC-oplossing vanuit MinFin ook kort historisch te schetsen, willen deskundigen nog kort stil staan bij het advies c.q. oordeel van de toezichthouder DNB inzake deze oplossing, zoals uiteraard van groot belang was voor MinFin.

DNB was door MinFin gevraagd over de wijze waarop zij haar bevoegdheden als prudentieel toezichthouder zou uitoefenen bij de eventuele uitvoering van het CVC-scenario. Deze aspecten, die vallen onder dit toezicht, zijn opgenomen als voorwaarden voor het tekenen van de voorgestelde term sheet (MoU). Kort samengevat gaat het om de bevestiging door DNB dat zij:

[96] Email d.d. 10 januari 2013 MinFin aan Koopman van de EC.
[97] Email d.d. 10 januari 2013 van Koopman aan MinFin.
[98] Email d.d. 17 januari MinFin aan DNB.
[99] Rapport Frijns-Hoekstra blz. 196.

(i) de voor de transacties benodigde verklaringen van geen bezwaar ("vvgbs") zal verlenen dan wel dat zij aangeeft onder welke voorwaarden zij die vvgbs zal verlenen;
(ii) voorafgaande aan de Completion Date dan wel de Long Stop Date met betrekking tot SNSR-groep (inclusief haar dochters) niet overgaat tot de benoeming van een stille curator, het aanvragen van de noodregeling of faillissement, dan wel het toepassen van haar bevoegdheden op grond de Interventiewet;
(iii) SNSR of SNS Bank verbiedt betalingen te verrichten ten aanzien van "Burden Sharing Instruments";
(iv) SNS Bank toestaat (dividend)uitkeringen te doen aan aandeelhouders zolang haar Core Tier-1 ratio ten minste 12% bedraagt;
(v) REAAL N.V. (REAAL) toestaat (dividend)uitkeringen te doen aan aandeelhouders zolang haar solvabiliteit ten minste 200% bedraagt dan wel overeenkomt met de gemiddelde solvabiliteit van de 5 grootste verzekeraars in Nederland.

Met betrekking tot het voorgaande merkt DNB op dat zij de gevraagde toezeggingen niet kan geven. DNB beoordeelt steeds op basis van alle op dat moment spelende relevante feiten en omstandigheden en met inachtneming van de toepasselijke wettelijke toetsingscriteria of zij een vvgb kan verlenen, dan wel gebruik maakt van haar (overige) wettelijke toezichtsbevoegdheden. Meer in het bijzonder signaleert DNB op voorhand reeds enkele zorg- en aandachtspunten ten aanzien van de gevraagde bevestigingen:
Ad (i) - vvgbs: wat betreft de in **bijlage 3** bij de term sheet genoemde vvgbs kunnen in ieder geval de volgende (niet limitatieve) kanttekeningen worden geplaatst:

- De transactie vereist een vvgb voor de deelnemingen van de leden van het Consortium. DNB heeft bijvoorbeeld van een lid van het Consortium met een groot belang weinig informatie ontvangen en evenmin rechtstreeks van deze Investeerder vernomen dat zij zich committeert aan de transactie;
- De transactie vereist een vvgb voor de overdracht van de economische eigendom van een substantieel deel van de leningenportefeuille van SNS Property Finance B.V. ("PF") aan een nieuwe entiteit. In het kader van deze economische eigendomsoverdracht dient de nieuwe entiteit een vrijwaring te verstrekken. De vraag of hiervoor een vvgb kan worden verleend, zal in sterke mate afhangen van de kenmerken en kwaliteit van de verstrekte vrijwaring;
- SNSR / SNS Bank en PF zijn voornemens, gedurende een overgangsperiode, een overeenkomst te sluiten voor het leveren van "certain transitional services" aan PF. Het is onduidelijk wat hiermee wordt bedoeld en welke risico's dit meebrengt voor SNSR / SNS Bank.

Ad (ii) - toezichtbevoegdheden DNB: het spreekt voor zich dat DNB op voorhand geen afstand doet noch kan doen van de handhavings- en interventiebevoegdheden die haar met het oog op haar wettelijke toezichttaken zijn toegekend.
Ad (iii) - verbod tot uitbetalingen ten aanzien van beoogde Burden Sharing instruments: er wordt verlangd dat DNB SNSR of SNS Bank verbiedt betalingen te verrichten ten aanzien van "Burden Sharing Instruments". DNB kan niet op voorhand toezeggen dat zij de bedoelde betalingen zal verbieden. Meer in het algemeen merkt DNB bovendien op dat de hier bedoelde bevoegdheid van DNB niet aan haar is toegekend met het oog op het bewerkstelligen van burden sharing van hybride kapitaalinstrumenten.
Ad (iv) en (v) - uitkeringen aan aandeelhouders: de verzochte bevestigingen zouden tot gevolg hebben dat DNB zich op voorhand committeert aan een Core Tier-1 ratio van 12% voor SNS Bank en een solvabiliteitsratio van 200% voor REAAL. Ook hier spreekt het voor zich dat DNB als toezichthouder de vrijheid wil en moet behouden om zonodig - afhankelijk van de concrete omstandigheden en ontwikkelingen - hogere ratio's te verlangen.

Ten overvloede merkt DNB, ten aanzien van de inhoud van het voorstel vanuit een breder prudentieel perspectief, op dat dit de problemen en onzekerheden van de hele groep voor de middellange termijn onvoldoende adresseert; dit in het bijzonder omdat: (i) het niet voorziet in afdoende kapitalisatie van SNSR

(geen kapitaalinjectie in de Holding ter financiering van de te hoog opgelopen double leverage plus de herfinanciering van een aanstaande aflossingsplicht binnen de Holding) en de afgesplitste entiteit PF (wat is het minimale vermogen alhier, mede gelet op de beoogde minimaal benodigde afboeking op de leningenportefeuille) alsook (ii) de wijze van financiering vraagtekens kent (met name richting de benodigde goedkeuring door de EC inzake de participatie van de grootbanken in het Consortium middels de gezamenlijke totale lening van € 550 mio).

Ten aanzien van deze aspecten c.q. voorwaarden in het CVC-voorstel en de beoordeling hiervan door DNB merken deskundigen het volgende op:

- De meeste genoemde aspecten zijn het beste te kenmerken als wensen vanuit het Consortium; immers, een financiële investeerder als CVC wil graag een rendement realiseren voor haar beleggers, daar waar mogelijk liefst middels directe dividendbetalingen en dus zo een toestemming vooraf hieromtrent ideaal zijn. Tegelijkertijd geeft CVC echter direct aan te beseffen dat dergelijke wensen onmogelijk in te willigen zullen zijn door een toezichthouder en dus ook nooit tot een zogenaamde deal-breaker zouden hebben geleid;
- Ten aanzien van de eventuele toepassing van de noodregeling na een akkoord op het 31 januari voorstel en de burden sharing merkt CVC ook terecht op dat dit: (i) in redelijkheid niet te eisen valt, (ii) doch ook niet te verwachten was respectievelijk wel steun voor te vinden zou moeten zijn. Immers, een aankondiging van het akkoord op 14 februari had rust gecreëerd en had hiermee de kans op een bankrun nog kleiner gemaakt, zeker gezien het calculerende gedrag van de spaarder ten aanzien van het DGS-vangnet. Bovendien zou nadien direct met burden sharing gestart kunnen zijn, wellicht ook middels een stopzetten van rentebetalingen op achtergestelde schulden, althans daar waar juridisch mogelijk geacht;
- DNB merkt op dat de beoogde wijze van financiering van het Consortium door de 3 grootbanken middels een eeuwigdurende lening veel gelijkenissen vertoont met een participatie in het eigen vermogen, welke reeds in december 2012 is afgewezen door de EC. Bovendien vermoedt zij dat de voorwaarden niet als marktconform beoordeeld zullen worden. In eerste instantie begrijpen deskundigen deze opmerkingen en de hieruit voortvloeiende vrees van de DNB. Echter, een bepaalde vorm van financiering middels leningen is zeker niet ongebruikelijk voor een private equity transactie, zoals ook deze althans voor een significant deel zou zijn geweest. Daarom zijn deskundigen dan ook van mening dat een dergelijke omvang van een lening met marktconforme voorwaarden mogelijk zou zijn geweest, indien de 3 grootbanken hiertoe open zouden staan c.q. aangemoedigd zouden zijn geworden. Immers, het is duidelijk dat de 3 grootbanken niet stonden te springen om een kleinere concurrent, die zou gaan opereren onder scherp koersende en kostengerichte nieuwe eigenaren. Dit geeft MinFin zelf ook aan, in haar interne schrijven van 11 januari 2013. Een dergelijke aanmoediging had MinFin eenvoudig kunnen verstrekken, aangezien het alternatief de bankenheffing zou zijn geweest. Tot slot, en dit aspect overtuigt deskundigen het sterkst in hun opvatting hier: indien een dergelijke lening, om wat voor reden dan ook, toch niet mogelijk zou zijn geweest, dan had de Staat de opbrengst van de bankenheffing (althans voor een fors deel) kunnen aanwenden ter extra financiering, bij voorkeur met name richting de bad bank PF. Tevens is duidelijk dat de extra financiering van de bank, ter grootte van € 400 mio, alleen benodigd zou zijn geweest bij een grotere afboeking bij PF dan de door deskundigen voldoende prudent geachte € 2,4 mrd.

Samenvattend oordelen deskundigen dan ook dat op deze aspecten een akkoord had kunnen worden bereikt, waardoor MinFin dit mee had kunnen wegen in haar uiteindelijke beoordeling van het voorstel. Hiermee resteert eigenlijk alleen nog maar het punt van het uiteindelijke commitment voor het voorstel vanuit de zijde van MinFin.

Qua commitment van MinFin willen de deskundigen graag wijzen op de volgende feiten:

- Allereerst beoogt MinFin daadwerkelijk een zo groot mogelijke private bijdrage aan de oplossing voor het kapitaaltekort bij SNS Bank. In eerste instantie (zo rond medio 2012 en daarvoor) leeft bij MinFin zelfs de gedachte dat een pure private oplossing mogelijk zou moeten zijn;
- Door SNSR wordt echter in een vroegtijdig stadium reeds aangegeven, al voor 2012, dat een pure private oplossing zonder enige duidelijkheid over PF (hoe groot is het probleem aldaar en hoe wordt dit volledig opgelost?) zeer waarschijnlijk onmogelijk is. Daarom wordt dan ook al een bad bank oplossing aan de orde gebracht. Het is deskundigen niet volledig duidelijk geworden wanneer dit traject vanuit MinFin daadwerkelijk in gang wordt gezet, maar het lijkt pas relatief laat te geschieden, gezien de keuze voor een onafhankelijke waardering op basis van Real Economic Value grondslagen (Cushman & Wakefield) van de PF-portefeuille pas per begin oktober 2012. Met het oog op de toen al duidelijke deadline van 14 februari 2013 levert dit al een redelijke krappe planning op;
- In dezelfde maanden oktober en november spreken zowel DNB als ook MinFin met de 3 Nederlandse grootbanken omtrent hun noodzakelijke rol bij een oplossing. Immers, het tekort bij PF leidt direct tot problemen bij haar moeder SNS Bank en dit zou het gehele Nederlandse bancaire stelsel raken. Reeds in december krijgen deze 3 grootbanken te horen dat hun deel in de oplossing ca. € 1 mrd gaat bedragen, mogelijk te heffen middels een resolutieheffing. Aangezien op dat moment ook het CVC-scenario nog volop in beweging was, verbaast het deskundigen dat deze informatie c.q. extra mogelijk element in de burden sharing niet is ingebracht in de onderhandelingen met CVC. Dit punt was daarmee totaal niet bekend, niet bij CVC noch bij SNSR. Naar het oordeel van deskundigen zou toepassing van een resolutieheffing ook in het CVC – scenario mogelijk zijn, vanwege dezelfde principiële reden als nu ook aangevoerd in de tijdelijke wet Resolutieheffing (zoals in werking getreden op 1 januari 2014). Verwezen wordt naar de nadere toelichting op dit punt in Hoofdstuk 5;
- Vervolgens komt er in december een stevige kink in deze bad bank kabel: de volgens C&W noodzakelijke afboeking van PF is fors hoger dan gedacht (€ 2,4 mrd in de Base Case versus de eerder bekende € 1,4 mrd tot € 2,1 mrd volgens PF zelf en EY) en de participatie in de bad bank door ING Bank en ABN AMRO is op een veto gestuit van de EC. Ook de door CVC geambieerde combinatie van zowel REAAL als ook ASR op verzekeringsgebied loopt qua voorbereidingen allesbehalve soepel. Deze tegenspoed maakt het legitiem dat MinFin zich (in elk geval vanaf dat moment) ook serieus gaat voorbereiden op een alternatief, lees nationalisatie. Het laat echter onverlet dat deze tegenspoed vervolgens ook tot serieuze aanpassingen in het CVC-voorstel heeft geleid; als reeds gememoreerd, in de loop van januari zijn de volgende aanpassingen te zien:
    - De combinatie met ASR wordt losgelaten als voorwaarde in het voorstel;
    - Een hogere afboeking op PF en daarmee een grotere kapitaalinjectie door CVC;
    - Een ruimere kapitaalpositie voor het af te splitsen PF;
- Sinds medio december wordt de positie van MinFin richting het CVC-voorstel ook minder duidelijk. Er lijkt in elk geval geen sprake van onderhandelingen, aangezien MinFin haar eisen (bijvoorbeeld ten aanzien van de corporate governance binnen het ‘nieuwe’ SNSR) niet goed kenbaar maakt, terwijl deze op het ministerie zelf wel heel duidelijk op tafel lijken te liggen. Ook CVC geeft aan dat er effectief geen onderhandelingen plaatsvonden; het was een éénrichtingsverkeer qua voorstellen van CVC-zijde, aldus destijds directbetrokkenen. Bovendien is helder dat de Minister al op 11 januari 2013 middels een intern schrijven van topambtenaren het advies krijgt dat onteigening de enige oplossing is die resteert, welk advies door de Minister wordt geparafeerd voor akkoord. In datzelfde schrijven geeft MinFin aan dat voldoende serieus (althans tot het moment van schrijven) met CVC is gesproken, gegeven de potentiële voordelen van het CVC–scenario. Echter, de resulterende, successievelijk aangepaste, voorstellen vanuit CVC zijn allemaal niet realistisch gebleken, aldus het schrijven. Hierdoor lijkt het vraagstuk van het commitment vanuit MinFin voor de CVC-oplossing nog meer zichtbaar te worden;

- Per medio januari, zoals eerder beschreven, wordt de voorkeur van MinFin echt duidelijk: het inzetten van de beoogde bankenheffing voor de funding van de bad bank wordt afgewezen door de 3 GBs, waarschijnlijk om hen moverende redenen, en om louter politieke redenen wil MinFin dit vervolgens niet doorzetten. De bankenheffing zal nog geheim blijven voor CVC en SNSR;
- Eind januari probeert MinFin zelfs een extra argument in te zetten om het CVC-scenario als niet levensvatbaar te laten beschouwen door haar plotselinge voorkeur voor een nog hogere afboeking op PF: niet de Base Case van € 2,4 mrd is langer leidend, doch de zogenoemde mid-case met € 2,8 mrd afboeking. Enige economische argumentatie hiertoe is niet duidelijk; meest expliciet zijn de betreffende topambtenaren van MinFin in deze met de opmerking dat een hogere afboeking op PF en daarmee een lagere startwaarde gunstige effecten zou kunnen hebben op het EMU-saldo van Nederland: de benodigde kapitaalinjectie kan dan wellicht deels als niet-relevant voor dit saldo worden beschouwd door relevante instanties in deze, zoals Eurostat en CBS.

Kortom: MinFin was wellicht in eerste instantie duidelijk geïnteresseerd in CVC en haar plannen voor SNSR. Echter, naarmate de tijd vorderde en weinig knopen werden doorgehakt, lijkt de afstand tussen CVC en MinFin alleen maar groter te zijn geworden. Zeer waarschijnlijk hebben de verschillende achtergronden, werkwijzen en doelstellingen van beide partijen hieraan bijgedragen – daadwerkelijke onderhandelingen tussen beide partijen zijn dan ook uitgebleven. CVC werd voortdurend gevraagd om verduidelijkingen en aanpassingen: MinFin hield haar kaarten strak tegen de borst.

6.11 Samenvatting: CVC-scenario is levensvatbaar

Samenvattend, deskundigen zijn van mening dat het CVC-scenario, zoals eind januari op tafel lag, haalbaar en levensvatbaar was. Immers, het ging uit van een prudente afboeking op de PF-portefeuille van € 2,4 mrd (die voldeed aan EC vereiste REV-waardering), het voorzag in een voldoende mate van kapitaal voor zowel SNS Bank als ook voor de nieuw op te richten bad bank PF en het leidde tot een extra vorm van burden sharing, middels de € 900 mio kapitaalinjectie door het Consortium. Het vraagstuk omtrent het uiteindelijke commitment van MinFin voor dit voorstel achten deskundigen hierbij minder relevant, gezien het aan hen door de OK voorgelegde verzoek is om te komen tot levensvatbare toekomstscenario's voor SNSR, de nationalisatie wegdenkend. Hierbij is het in de ogen van de deskundigen minder relevant wat het commitment van de Staat (MinFin) zal zijn voor deze scenario's, aangezien de Staat anders de levensvatbaarheid van deze scenario's zelf zou kunnen beïnvloeden, waardoor elk alternatief naast onteigening in theorie niet levensvatbaar zou worden. Bovendien menen deskundigen voldoende duidelijk te hebben gemaakt dat de CVC-Aanbieding economisch gezien superieur is aan nationalisatie, ook voor de Staat. De Staat als 'redelijk handelende partij' had volgens deskundigen de CVC-Aanbieding boven nationalisatie kunnen (of misschien wel moeten?) kiezen.

Hoofdstuk 7. Faillissementsscenario

7.1 Relevante uitkomsten faillissement voor de vaststelling van de schadeloosstelling

Het moge dan zo zijn dat het aanvragen van de noodregeling, gevolgd door faillissement, vanaf de aanvang door DNB niet als een realistisch scenario werd beschouwd, dit betekent niet dat de eventuele uitkomsten van de noodregeling, gevolgd door faillissement, voor het vaststellen van de schadeloosstelling na onteigening niet relevant zijn.

In haar beschikking van 26 februari 2016 acht de Ondernemingskamer het voorshands aannemelijk dat DNB, in de situatie dat geen onteigening zou hebben plaatsgevonden, kort na 1 februari 2013 de rechtbank Amsterdam zou hebben verzocht om toepassing van de noodregeling als bedoeld in artikel 3:160 Wft en dat de rechtbank dit verzoek zou hebben toegewezen.

Deskundigen achten het aannemelijk dat de noodregeling op korte termijn zou zijn gevolgd door faillissement, nu de onderhandelingen met CVC kort daarvoor klaarblijkelijk waren afgeketst en verkoop van SNS Bank als geheel op korte termijn niet realiseerbaar bleek. Als gevolg van de noodregeling zouden rekeninghouders niet langer over hun tegoeden kunnen beschikken en de toegang van SNS Bank tot het betalingssysteem zou met onmiddellijke ingang zijn beëindigd of opgeschort. DNB zou onverwijld gehouden zijn het Deposito Garantie Stelsel toe te passen.

Mr. Schimmelpenninck verklaarde eerder tegenover deskundigen:
"Vanaf het moment dat de Noodregeling is uitgesproken, ben je afgesloten van alle betaalsystemen (door DNB, betaalsysteem genaamd TARGET2) – er kan dus geen geld in of uit – dit zit in de voorwaarden van de betaalsystemen en gaat automatisch. Bij een Noodregeling wordt een bank dus in feite buiten spel gezet. De noodregeling zelf dient geen doel en heeft geen zin, volgens de heer Schimmelpenninck. Er is geen periode bijv. dat je nog iets kunt proberen te redden tot het faillissement"[100].
En voorts: "*DSB Bank is op 19 november 2009 failliet verklaard nadat de noodregeling was uitgesproken. De ervaring leert dat noodregelingen van banken in de praktijk spoedig worden omgezet in faillissementen van deze banken.* a. *Hebt u hier een verklaring voor?",* aldus de vraag van deskundigen*." Ja, de bank wordt direct bij de verlening van de noodregeling uit de interbancaire betaalsystemen geschakeld en kan daarom geen betalingen ontvangen of verrichten. De grondslag hiervoor zijn de voorwaarden van het Target-NL systeem*[101].

Deskundigen merken op dat alle tot op heden uitgesproken noodregelingen voor banken en (levens-) verzekeringsmaatschappijen zijn uitgemond in faillissement. Voorbeelden: Tilburgsche Hypotheekbank (1983), Levensverzekeringsmaatschappij Vie d'Or (1995), Van der Hoop Bankiers (2005), Indover Bank (2008), Icesave (2008) en DSB Bank (2009). De Tilburgsche Hypotheekbank was geen gewone bank met rekeninghouders, maar een hypotheekbank met pandbrieven, welke bank ten onder ging in de toenmalige onroerend goed-crisis. Vie d'Or was een (levens-)verzekeraar en in deze derhalve niet relevant. Van der Hoop betrof een effectenbank. Binnen twee jaar ontvingen de concurrente schuldeisers 100% van hun vordering. Indover betrof een Indonesische bank met veel zakelijk krediet, derhalve niet te vergelijken met SNS Bank. Icesave betrof de facto een internetspaarbank, waarbij de spaargelden in Nederland werden

[100] Zie interview met mr Schimmelpenninck d.d. 26 januari 2017.
[101] Oorzakenrapport DSB Bank blz. 115.

opgehaald door IJslandse moeder Landsbanki om haar eigen funding te redden, die veelal bestond uit financiering door derden, vaak ook nog in vreemde valuta; waarschijnlijk in verband met het grote herfinancieringsprobleem waarmee Landsbanki in 2008 werd geconfronteerd, werd Icesave in 2008 in Nederland gestart en nog in datzelfde jaar failliet verklaard. Vanwege het faillissement van de moeder zelf in IJsland waren hier geen goede activa te achterhalen[102] . Blijft over DSB Bank als mogelijk best vergelijkbare situatie. Het faillissement van DSB Bank wordt daartoe in Hoofdstuk 7.4 nader toegelicht.

Relevant is derhalve de vraag welke uitkering op de onteigende effecten en vermogensbestanddelen zou hebben plaats gevonden in geval van faillissement.

Onder de Interventiewet hebben onteigenden op grond van Hoofdstuk 6.3 van de Wft recht op schadeloosstelling. In de brief van 1 februari 2013 schrijft de Minister van Financiën aan de Voorzitter van de Tweede Kamer: "*Hierbij geldt dat de schade een rechtstreeks en noodzakelijk gevolg moet zijn van de onteigening en dat de werkelijke waarde van de onteigende effecten en vermogensbestanddelen wordt vergoed. Bij de bepaling van de werkelijke waarde van de onteigende effecten en vermogensbestanddelen wordt uitgegaan van het te verwachten toekomstperspectief van SNS REAAL in de situatie dat geen onteigening zou hebben plaatsgevonden. Er wordt gekeken naar de prijs die, gegeven dit toekomstperspectief, op het tijdstip van onteigening tot stand zou zijn gekomen bij een veronderstelde vrije verkoop in het economisch verkeer tussen de onteigende als redelijk handelend verkoper en de onteigenaar als redelijk handelende koper. Hierbij dient tevens rekening te worden gehouden met het nog niet afgeloste deel van de eerder verleende staatssteun.*
Ik ben van oordeel dat zonder ingrijpen van de Nederlandse Staat, SNS REAAL failliet zou zijn gegaan. Op basis van analyses van mijn adviseurs meen ik dat in een faillissement de waarde van de onteigende effecten en vermogensbestanddelen van SNS REAAL en SNS Bank, met inachtneming van de te verwachten verliezen en de nog terug te betalen staatssteun, negatief zou zijn. Gelet op het voornoemde, en gezien het feit dat er een significante kapitaalinjectie van de Staat in SNS REAAL vereist is, ben ik van oordeel dat de schadeloosstelling per onteigend effect € 0,- en € 0,- per onteigend vermogensbestanddeel moet bedragen".

Bij de toepassing van het onteigeningsinstrument uit artikel 6:2 Wft heeft MinFin mitsdien voor wat betreft de aanbieding van de schadeloosstelling en in lijn met het door de Interventiewet gehanteerde principe van "no–creditor-worse-off" aansluiting gezocht bij de te verwachten uitkomsten in een normale insolventieprocedure. In een faillissementssituatie geldt een in de Faillissementswet vastgelegde rangorde van schuldeisers, ook wel de faillissementsladder genoemd. Kort gezegd komt de faillissementsladder erop neer dat de aandeelhouders pas iets betaald krijgen nadat de achtergestelde crediteuren betaald zijn en nadat alle rente vanaf faillissementsdatum in het kader van de vereffening aan alle schuldeisers is uitgekeerd. De achtergestelde crediteuren krijgen op hun beurt pas iets betaald nadat de concurrente/senior schuldeisers betaald zijn (zie ook par. 4.2 rapport evaluatie interventiewet). De concurrente/senior schuldeisers krijgen pas iets betaald nadat de preferente schuldeisers volledig zijn betaald. De boedelvorderingen, ontstaan uit de wet of door toedoen van curatoren, hebben de hoogste voorrang en worden als eerste voldaan. Hypotheek- en pandhouders zijn separatisten en kunnen hun zekerheden uitwinnen alsof er van een faillissement geen sprake is. Voor de volledigheid zij nog opgemerkt, dat in geval van een boedeloverschot aan het einde van het faillissement, in het kader van de vereffening of in het kader van een tweede faillissement (zie par.7.12) concurrente schuldeisers allereerst de hen toekomende rente

[102] Deskundigen willen hierbij verder nog opmerken dat het failliet verklaarde Landsbanki uiteindelijk ook nog in staat is gebleken om veel van haar schuldenaren nadien te voldoen, waaronder de DNB, waardoor laatstgenoemde haar betaling uit hoofde van het DGS uiteindelijk volledig heeft terugontvangen.

vanaf faillissementsdatum vergoed krijgen en dat pas daarna achtergestelde schuldeisers de hen vanaf faillissementsdatum toekomende rente uitgedeeld krijgen[103].

In lijn met de in geval van faillissement voor schuldeisers verwachte uitkomsten is besloten om alle aandelen en achtergestelde schulden te onteigenen en de concurrente schulden onaangetast te laten en is tussen de verschillende typen achtergestelde schulden geen onderscheid gemaakt op basis van achterstellingsvoorwaarden of looptijd. Effecten en vermogensbestanddelen die bij een faillissement een concurrente vordering zouden opleveren, de 403-vorderingen op SNSR buiten beschouwing gelaten, werden niet onteigend.

Via de onteigening van de effecten en vermogensbestanddelen is op basis van de Interventiewet in economische zin een de facto bail-in (waarbij eigen vermogen van een bank wordt weggevaagd en bepaalde (achtergestelde) schulden worden omgezet in eigen vermogen) toegepast, hoewel in de wetgeving op dat moment een bail-in instrument nog ontbrak. Daarom willen deskundigen ook even kort stil staan bij Europese regelgeving op dit terrein.

7.2 Europese regelgeving

Aanvang 2013 ontbrak een geharmoniseerd Europees kader voor bail-in, hoewel op 6 juni 2012 door de Europese Commissie reeds een voorstel voor een richtlijn voor herstel en afwikkeling van banken en beleggingsondernemingen was gepubliceerd. Deze regeling werd later vastgelegd in de Bank Recovery and Resolution Directive ("BRRD"), welke Directive dateert van 15 mei 2014 en eerst op 26 november 2015 in Nederland in werking is getreden ná implementatie van de regeling in de Wft. De algemene gedachte van een bail-in is dat banken gered kunnen worden, door de Staat of, liever nog, private partijen, waarbij niet alleen aandeelhouders van de bank in problemen maar ook schuldenaren worden gekort c.q. meer risicodragend gemaakt om zo de bank weer levensvatbaar te maken, althans qua vereiste mate van solvabiliteit. Immers, vóór de bail-in in de praktijk werd gebracht, leden feitelijk alleen de aandeelhouders van een bank in de problemen pijn en werden schuldenaren volledig ontzien, tenzij voor een faillissement werd gekozen.

Deskundigen achten het met het oog op de door MinFin de facto toegepaste bail-in, relevant onderstaand nader te schetsen hoe en op welke wijze vanaf de invoering van de BRRD het instrument van bail-in in Europa in de praktijk is gebracht.

In juni 2017 was de eerste grote test voor de bankenunie. Bij de Spaanse bank Banco Popular vond volgens een persbericht d.d. 7 juni 2017 van de Single Resolution Board ("SRB", belast met de aanpak van het crisismanagement van falende Europese banken en de instantie die bepaalt of en wanneer een bank in resolutie gaat) het navolgende plaats:

"Today, the Single Resolution Board (SRB) has transferred all shares and capital instruments of Banco Popular Español S.A. (Banco Popular) to Banco Santander S.A. (Santander). This means that Banco Popular will operate under normal business conditions as a solvent and liquid member of the Santander Group with immediate effect.

[103] Deskundigen merken op dat deze zogenaamde rente-achterstelling niet per definitie zo werkt. Echter, in het geval van SNS Bank kenden alle vormen van achtergestelde schuld ook deze rente-achterstelling, aldus de bijbehorende voorwaarden, behalve voor één (zeer kleine) schuldtitel, te weten de NLG 1 mio onderhandse lening van Pensioenfonds Poseidon, een zogenaamde Tier-2 lening.

Due to its recent stressed liquidity situation, (noot deskundigen: in de weken voorafgaande aan het resolutiebesluit was een bank run ontstaan en werd zo'n € 18 mrd aan spaargeld bij de bank weggehaald) *the European Central Bank (ECB) had decided that Banco Popular was "failing or likely to fail" on 6 June 2017 and notified the SRB accordingly. The SRB and the Spanish National Resolution Authority – FROB – have decided that the sale was in the public interest as it protects all depositors of Banco Popular and ensures financial stability. The resolution scheme enters into force today, following the endorsement by the European Commission.*
The purchase price paid by Santander for the shares and capital instruments of Banco Popular is 1 Euro. The resolution decision will be implemented by FROB".

De genomen resolutiemaatregelen in deze casus kunnen als volgt worden samengevat:

- De achtergestelde vorderingen, waaronder met name 'converteerbare obligaties', of coco's, werden omgezet in aandelen, waarna alle aandelen werden afgewaardeerd en vervolgens werden verkocht voor € 1,- aan Banco Santander;
- Banco Santander regelde vervolgens een claimemissie ten belope van in totaal € 7 mrd;
- Aandeelhouders en houders van achtergestelde obligaties ontvingen geen schadeloosstelling, hoewel het principe van "no creditor worse off" (het zgn. NCWO-beginsel) wel werd toegepast.

Bij toepassing van een resolutie-instrument mogen aandeelhouders en schuldeisers geen grotere verliezen lijden dan wanneer de entiteit onmiddellijk daaraan voorafgaand conform de normale procedure in de Faillissementswet zou zijn geliquideerd. Dit NCWO-principe wordt uiteengezet in de nrs. 62 en 63 van de Considerans van Regulation no. 806/2014 van 15 juli 2014 alsmede expliciet vastgelegd in de artikelen 15 lid 1 sub g en artikel 20 alsmede in de artikelen 34 sub g, 73 sub b en 75 van de Richtlijn 2014/59/EU.

Een gepubliceerd document van DNB getiteld: "Contouren toepassing van het bail-in instrument" licht de achtergrond van het NCWO-principe als volgt toe*:*
*"Dit zogenoemde NCWO-beginsel beschermt zowel aandeelhouders en schuldeisers wier vordering is geraakt door AFOMKI (*afschrijven of omzetten van kapitaalinstrumenten van de probleeminstelling*), het bail-in instrument of toepassing van de overige resolutie-instrumenten. De resolutieautoriteit dient de resolutie-instrumenten zo in te zetten dat aan deze voorwaarde wordt voldaan. Toepassing van dit beginsel begrenst in die zin de mogelijkheden om aandelen en vorderingen af te schrijven (behoudens compensatie uit het resolutiefonds).*
Om te bepalen of aan het NCWO-beginsel is voldaan dient de resolutieautoriteit op zo kort mogelijke termijn na toepassing van een resolutie-instrument een liquidatiewaardering te laten verrichten door een onafhankelijke derde".

Uit het Besluit van 7 juni 2017 van FROB (*Fondo de Reestructuracion Odenara Bancaria* zijnde de Spaanse resolutieautoriteit) blijkt, dat de SRB, alvorens het resolutiebesluit te nemen, een liquidatiewaardering van een onafhankelijk expert ontving, waaruit bleek dat Banco Popular geen enkele waarde meer vertegenwoordigde:

"In accordance with Article 20 of Regulation (EU) No 806/2014, of 15 July 2014, prior to deciding on the resolution scheme to be applied, the SRB obtained a valuation from an independent expert for the purposes set forth in said article". This valuation estimates an economic value of the entity of a negative two billion euros (€2,000,000,000) in the baseline scenario and a negative eight billion, 200 million euros (€8,200,000,000) in the most adverse scenario. The valuation, which is provisional as per Article 20.10 of Regulation (EU) No 806/2014, of 15 July 2014, has informed the SRB's decision on adopting the sale of business tool included in the resolution scheme, and the decision to write down and/or convert the shares and other capital instruments of Banco Popular".

Deze onafhankelijke liquidatiewaardering wordt door FROB in het Besluit als volgt toegelicht:
"To this end, points 16 to 18 of Article 20 of Regulation (EU) No 806/2014, of 15 July, stipulate that after the resolution actions in the resolution scheme have been effected, the SRB will appoint an independent expert to perform a valuation to determine if shareholders would have received better treatment if Banco Popular had entered into normal insolvency proceedings. If said valuation determines that shareholders have incurred greater losses than would have been incurred if the entity had been wound up under normal insolvency proceedings, they would be entitled to obtain payment of the difference with a charge to the Single Resolution Fund, in accordance with Article 76.1.e) of Regulation (EU) No 806/2014, of 15 July 2014.
In this case, the independent expert has already estimated that the shareholders and creditors affected by the resolution measures in the resolution scheme do not incur losses greater than they would have been incurred if the entity had been wound up under normal insolvency proceedings when the resolution was adopted to Article 20.9 of Regulation (EU) No 806/2014, of 15 July. Consequently, no payment would be made to compensate for the difference in treatment in normal insolvency proceedings compared to in the resolution process.".

Vorenstaande, in het persbericht van de FROB staande, waardering van de Banco Popular is de reden, dat de schadeloosstelling op nihil werd bepaald, omdat in geval van afwikkeling via een normale insolventie-procedure aandeelhouders en achtergestelde schuldeisers naar het oordeel van de FROB en de SRB op basis van de uitgevoerde taxaties niets zouden hebben ontvangen. De aandeelhouders hebben al hun in Banco Popular geïnvesteerde geld verloren. Ook houders van achtergestelde obligaties waren de klos. Een deel van die obligaties, de zogeheten coco's, werd omgezet in (nu waardeloze) aandelen. Zo raakte Banco Popular in één klap een stuk van zijn schuld kwijt. Deskundigen hebben niet kunnen achterhalen of aandeelhouders en/of hun belangenorganisaties en/of achtergestelde obligatiehouders procedures overwegen om alsnog een schadeloosstelling te eisen. Grotere aandeelhouders waren onder meer de Duitse verzekeraar Allianz (3,497%), de Franse bank Crédit Mutuel (3,952%) en het Britse beleggingsfonds Silchester International (3,054%).

Deskundigen hebben ook gepoogd de onafhankelijke liquidatiewaardering te achterhalen, maar helaas niets kunnen vinden. Belangrijk aspect bij Banco Popular was, als genoemd, dat deze bank naast solvabiliteitsproblemen ook werd geconfronteerd met een bank run, waardoor zelfs de liquiditeiten zwaar onder druk stonden. Bij het NCWO-principe is dit een relevante constatering. Immers, liquiditeiten bij de aanvang van het faillissement zijn van grote waarde voor schuldeisers in geval van een normale insolventieprocedure, met name indien en voor het geval curatoren een run-off scenario bij de afwikkeling (liquidatie) van de bank willen gaan volgen. Curatoren zullen de pandhouders in de aanvang moeten kunnen aflossen om een uitdienscenario voldoende kans van slagen te bieden. In geval van onvoldoende liquiditeiten zal het realiseren van een boedelkrediet noodzakelijk zijn.

Ook in Italië kwamen in juni 2017 banken in ernstige problemen. De Europese Centrale Bank ("ECB") verklaarde op 23 juni 2017 als banktoezichthouder twee banken (te weten Veneto Banca en Banca Populare di Vicenza) insolvent (*entity is failing or is likely to fail* en er is geen redelijk vooruitzicht dat een private oplossing of de inzet van het reguliere toezichtinstrumentarium de situatie ten goede zal keren), waardoor faillissement dan wel resolutie van deze entiteit noodzakelijk was, terwijl een andere bank, Monte dei Paschi di Siena ("MPS") aanvang juni 2017 al met staatssteun (een herkapitalisatie van € 5,4 mrd door de Italiaanse staat) werd gered. Voor MPS werd hierbij gebruik gemaakt van een uitzonderingsbepaling van de BRRD (de zgn. "precautionary recapitalisation"). De uitzonderingsclausule heeft betrekking op herkapitalisatie uit voorzorg en mag alleen toegepast worden als de ECB besluit dat een bank levensvatbaar is én als de Europese staatssteunregels worden gerespecteerd. De afwikkelingsprocedure, als vastgelegd in de BRRD, werd dan ook niet voor MPS ingeroepen.

Ook voor de twee kleinere Italiaanse banken, Veneto Banca en Banca Populare di Vicenza, werd een ordentelijk faillissement niet als te prefereren gezien en dus werd gekozen voor resolutie. Zij werden niet door de Europese autoriteit behandeld, maar met toestemming van de Europese Commissie via een andere uitzonderingsbepaling in de BRRD met behulp van staatssteun (liquidatiesteun) geliquideerd via een combinatie van een "bad bank"-constructie voor de slechte leningen en het overhevelen van de goede onderdelen naar de tweede Italiaanse bank, Intesa Sanpaolo. De staatssteun bestond uit financiële injecties van in totaal € 4,785 mrd en garanties met een maximum van € 12 mrd op de financiering die Intesa Sanpaolo verschafte voor de liquidatie van de banken. Wel hebben de aandeelhouders en de houders van achtergestelde schulden bijgedragen in de kosten, waardoor kan worden gesproken van een bail-in[104].

Deskundigen hebben gemeend de achtergronden en de daadwerkelijke toepassing van de Europese regelgeving, zoals deze geldt vanaf aanvang 2015 en reeds summierlijk was gepubliceerd in juni 2012 in de vorm van een voorstel voor een richtlijn, nader te schetsen, omdat MinFin in het kader van de onteigening van SNSR reeds heeft geanticipeerd op de komende doch ten tijde van de onteigening op hoofdlijnen reeds bekende Europese regelgeving, door in het kader van de onteigening eveneens een de facto bail-in te realiseren, waarbij de schadeloosstelling, in lijn met de komende Europese regelgeving en op basis van de interventiewet, werd gebaseerd op de door MinFin ingeschatte uitkomsten voor aandeelhouders en achtergestelde obligatiehouders (onderhandse leningen daaronder begrepen) in geval van een faillissement van SNSR c.a. Daarmee was de facto sprake van toepassing van het principe *"no creditor worse off"*.

7.3 Run-off scenario in plaats van liquidatie (fire sale) scenario

De Minister van Financiën is er bij het vaststellen van de schadeloosstelling op basis van de Interventiewet, zoals gezegd, van uitgegaan, dat SNSR c.a. failliet zou zijn gegaan indien niet tot onteigening zou zijn overgegaan en dat de werkelijke waarde van de effecten en vermogensbestanddelen gelijk zou zijn aan hetgeen de houders van deze effecten en vermogensbestanddelen zouden hebben ontvangen in geval van faillissement. In geval van faillissement zouden de onteigende crediteuren naar het oordeel van MinFin niets hebben ontvangen. Daarmede heeft de Minister, zoals hiervoor opgemerkt, toepassing gegeven aan het zgn. "No-creditor-worse-off" principe, als vastgelegd in de Interventiewet[105].

Dit uitgangspunt komt, zoals hiervoor betoogd, overeen met de uitgangspunten van de hierboven genoemde, op 26 november 2015 in werking getreden BRRD, dat in geval van onteigening geen enkele schuldeiser grotere verliezen mag lijden dan hij zou hebben geleden indien de bank volgens een normale insolventieprocedure zou zijn geliquideerd. MinFin is van oordeel dat in een faillissement de waarde van de onteigende effecten en vermogensbestanddelen van SNSR en SNS Bank met inachtneming van de te verwachten verliezen en de nog terug te betalen staatssteun, negatief zou zijn geweest. Daarbij heeft voor MinFin als uitgangspunt gediend, dat alle activa in faillissement onverwijld zouden zijn geliquideerd en dat alle bedrijfsactiviteiten direct zouden zijn gestaakt. MinFin heeft in dit kader aangevoerd dat volgens opgave van DNB de zogenaamde "recovery rate" bij liquidatie van alle activa in Nederlandse bankfaillissementen zou hebben gelegen tussen 80 en 90%.

DNB schrijft in haar brief van 2 oktober 2012 aan de Minister in voetnoot 4 *"Bij bankfaillissementen in Nederland in het verleden lag de recovery rate tussen de 80% en 90% (een enkele uitzondering zoals Van der*

[104] Zie brief Minister van Financiën aan Voorzitter Tweede Kamer van juli 2017 op vragen van de heer Omtzigt d.d. 27 juni 2017.
[105] Persbericht DNB d.d. 27 juni 2012.

Hoop daargelaten)". MinFin heeft deskundigen doen weten dat het percentage van 85% mede daarop is gebaseerd. MinFin is op dit punt louter afgegaan op informatie van DNB.

Deskundigen merken in dit verband op dat in het faillissement Van der Hoop concurrente schuldeisers al na zes maanden 65% van hun vordering terugontvingen, terwijl binnen twee jaar de rest van de vordering 100% werd terugbetaald. Ook in de faillissementen van Icesave en DSB Bank ontvingen schuldeisers (zowel de concurrente als de achtergestelde) 100% of zullen schuldeisers 100% van hun vorderingen betaald krijgen.

In het met hen op 24 november 2016 gehouden interview hebben Wouter Raab en Gita Salden verklaard, dat reeds op 11 januari 2013 door de ambtelijke top aan de Minister is geadviseerd dat de schadeloosstelling 0 zou moeten zijn. In de notitie van de ambtelijke top d.d. 11 januari 2013 staat terzake vermeld: *"De onteigenden hebben recht op schadeloosstelling ten bedrage van wat zij zonder onteigening (lees: faillissement) zouden hebben gekregen. Wij zijn sterk van mening dat de schadeloosstelling voor zowel de aandelen als de achtergestelde schulden € 0 zou moeten bedragen. De houders van de achtergestelde schulden zullen hierdoor voor ongeveer € 1 mld. bijdragen aan de herkapitalisatie van Mercurius Bank".*
De Minister heeft vervolgens ondermeer op dit punt toelichting gevraagd, zo lieten Wouter Raab en Gita Salden deskundigen in vorenbedoeld interview weten.
Vervolgens hebben deskundigen inzage gekregen in de antwoordnotitie van de ambtelijke top d.d. 29 januari 2013. Hierin staat op dit punt vermeld:
´Uitgaande van de door DNB waarschijnlijk geachte recovery rate van 85% (de opbrengst van de activa bij liquidatie) ingeval van afwikkeling staan de onteigenden (ver) onder water. Oftewel, de onteigenden hebben geen recht op de boedel, omdat deze – gegeven hun positie in de rangorde van schuldeisers – al negatief is (i.e. ze zitten in de 15%)".

Deze voorstelling van zaken achten deskundigen voor het faillissement van een bankinstelling in meer algemene zin in hoge mate onaannemelijk. Belangrijke assumptie van MinFin hierbij is namelijk dat de portefeuille hypotheken bij SNS Bank, op dat moment zo'n € 50 mrd groot (inclusief het gesecuritiseerde deel), alleen tegen een significante korting zou kunnen worden verkocht bij directe liquidatie. In zijn brief aan de Voorzitter van de Tweede Kamer d.d. 1 februari 2013 schrijft de Minister van Financiën: "*Op basis van analyses van mijn adviseurs meen ik dat in een faillissement de waarde van de onteigende effecten en vermogensbestanddelen van SNS REAAL en SNS Bank, met in achtneming van de te verwachten verliezen en de nog terug te betalen staatssteun, negatief zou zijn".* Deskundigen komen hier later op terug.

Terzijde merken deskundigen op dat zij hebben geconstateerd en ook in het inleidend Verzoekschrift hebben kunnen lezen, dat MinFin, voorafgaande aan de vaststelling van de schadeloosstelling, in het geheel geen uitgewerkte liquidatiebalans van SNS Bank en SNSR heeft doen opstellen. Dit is opmerkelijk te noemen, immers in zijn brief van 1 februari 2013 aan de Voorzitter van de Tweede Kamer schrijft de Minister: *"Ik ben van oordeel dat zonder ingrijpen van de Nederlandse Staat, SNS REAAL failliet zou zijn gegaan. Op basis van analyses van mijn adviseurs meen ik dat in een faillissement de waarde van de onteigende effecten en vermogensbestanddelen van SNS REAAL en SNS Bank, met in achtneming van de te verwachten verliezen en de nog terug te betalen staatssteun, negatief zou zijn".*
Deskundigen hebben de analyses in kwestie niet kunnen traceren. Uit het inleidend Verzoekschrift blijkt, dat de Minister zich bij de waardebepaling slechts heeft laten leiden door een hypothetische reconstructie van wat waarschijnlijk de waarde zou zijn geweest in een liquidatiescenario. Daarbij is de door DNB ingeschatte recovery rate van tussen 80% en 90% kennelijk maatgevend geweest.

Gekozen is simpelweg voor waardering op basis van een benadering van de liquidatiebalans. Zie Inleidend Verzoekschrift vanaf randnummer 6.72. In het verzoekschrift wordt ook uitgewerkt hoe vervolgens tot de genoemde bedragen is gekomen (randnummers 6.84 en 6.88).

Ook DNB beschikte in de periode voorafgaande aan de nationalisatie, niet over een uitgewerkte liquidatiebalans van SNS Bank, zo is deskundigen gebleken. Gezien de bovenstaande aanname van MinFin (directe liquidatie van alle activa door curatoren), bevreemdt deskundigen dit in enige mate. Het door MinFin niet laten opstellen van een liquidatiebalans, vooruitlopende op de nationalisatie, strookt ook niet met de aanvang 2013 reeds bekend zijnde contouren van het voorstel voor een Europese richtlijn voor herstel en afwikkeling van banken en beleggingsondernemingen.

Desgevraagd heeft MinFin deskundigen op dit punt als volgt geïnformeerd:
"MinFin heeft overigens, voorafgaand aan het indienen van het verzoekschrift tot vaststelling schadeloosstelling, nog wel bij enkele grote accountantskantoren gevraagd om een liquidatiebalans op te stellen, doch het werd snel duidelijk dat de beschikbare tijd hiervoor niet voldoende was. Op grond van de Interventiewet moest het verzoekschrift tot vaststelling van de schadeloosstelling namelijk uiterlijk binnen zeven dagen nadat het besluit tot onteigening onherroepelijk is geworden, bij de OK worden ingediend. De benaderde accountantskantoren gaven aan hiervoor tenminste enkele maanden nodig te hebben, te meer nu die liquidatiebalans zeer waarschijnlijk in een juridische procedure zou worden gebruikt. Gelet hierop, en gelet op het voor de Minister evidente feit dat bij liquidatie van SNS Reaal er geen waarde voor de onteigende beleggers zou resteren, is een dergelijke instructie ook na indienen van het verzoekschrift niet meer verstrekt"[106].

In het verweerschrift (p 43/105) in de procedure bij de ABRvS heeft MinFin de gevolgde benadering als volgt toegelicht:

"5.37 In een faillissement wordt de waarde van de onderneming, en dus hoeveel iedere schuldeiser terugbetaald zal krijgen, bepaald met een zgn. liquidatiebalans. Een liquidatiebalans is een overzicht van alle bezittingen en alle schulden, waarbij de bezittingen worden gewaardeerd aan de hand van wat een verkoop op relatief korte termijn zou opleveren. Een waardering op liquidatiebasis is doorgaans een stuk lager dan de normale waardering, ook wel waardering op "continuïteitsbasis" genaamd. De minister heeft de waardering op liquidatiebasis benaderd, door zowel REAAL als de vastgoedportefeuille van Property Finance op verwachte verkoopopbrengst te waarderen, en de verrekenbare verliezen (waar een onderneming voordeel van kan hebben als hij in de toekomst winst maakt) tot nu af te waarderen. Als gevolg van de afschrijving van € 2,8 mrd op Property Finance was duidelijk dat zelfs de concurrente schulden door SNS Bank niet volledig zouden kunnen worden voldaan. Zelfs in deze situatie zouden de reguliere, concurrente schulden niet volledig betaald kunnen worden, en zouden dus alle lager gerangschikte schulden (alle achtergestelde schulden) en de aandelen niets ontvangen. Had de minister ook alle overige balansposten op liquidatiebasis gewaardeerd, dan was de waarde nog lager geworden."

Ten onrechte gaat MinFin er hierbij vanuit dat curatoren in faillissement van SNS Bank zouden zijn overgegaan tot directe liquidatie (zogenaamde fire sale) van alle activa en dat met het oog hierop de liquidatiewaarde bepalend is voor de vaststelling van de schadeloosstelling.

Deze voorstelling van zaken wordt door deskundigen, zoals gezegd, niet gedeeld. Deskundigen zijn van oordeel dat het bij de afwikkeling van faillissementen van banken voor curatoren in de meeste gevallen (met name indien er in de aanvang van het faillissement nog voldoende liquide middelen beschikbaar zijn) veel aantrekkelijker is om een bank in faillissement niet direct te liquideren doch in een zogenaamd run-off scenario, waarbij jaarlijks veel cash kan worden gegenereerd, maximaal af te wikkelen en te gelde te maken. In het faillissement van DSB Bank (oktober 2009) hebben curatoren ook gekozen voor afwikkeling via een

[106] Email mr de Haan namens MinFin aan deskundigen d.d. 8 februari 2017.

run-off scenario. Bovendien zijn deskundigen van oordeel, dat de financiële situatie van SNS Bank per 1 februari 2013 ook zodanig was, dat een dergelijk run-off scenario ook daadwerkelijk substantieel meer middelen zou hebben gegenereerd dan een directe liquidatie, welke inderdaad, mede gezien de heersende economische crisis, en zo al realiseerbaar, vermoedelijk met grote verliezen gepaard zou zijn gegaan. Immers, in een fire sale is normaal gesproken geen tijd beschikbaar die het mogelijk maakt voor een verkoper om een reguliere prijs te realiseren; er is dan geen sprake van een vrije verkoop. SNS Bank was weliswaar de vierde bank van Nederland met een balanstotaal van ruim € 81 mrd, in de praktijk betrof het, althans zonder PF, een relatief eenvoudige spaar- en hypotheekretailbank met een overzichtelijk productenpakket, een weliswaar iets slechter dan gemiddelde kwaliteit portefeuille woninghypotheken (in hoofdzaak bestaande uit eerste hypotheken) met voldoende voorzieningen voor toekomstige verliezen, ruim voldoende liquiditeit door spaargelden en markt funding programma's en gezonde kernactiviteiten. Het was met name de lage kwaliteit commercieel vastgoedleningen van PF, die leidden tot grote afboekingen en uitholling van de kapitaalpositie.

Curatoren worden in faillissement belast met het beheer en de vereffening van het vermogen van de gefailleerde schuldenaar. Curatoren dienen het vermogen te gelde te maken voor een zo hoog mogelijke prijs en de opbrengst te verdelen onder de schuldeisers naar ieders recht. Curatoren in een faillissement moeten primair handelen in het belang van de boedel, dat wil zeggen in het belang van het collectief dat álle crediteuren omvat. Dit belang is gediend bij het maximaliseren van de boedelopbrengst. Dit op zijn beurt wordt doorgaans het beste bereikt door een doorstart van (een zo groot mogelijk deel van) de failliete onderneming. De bedrijfsmiddelen brengen in de praktijk het meeste op wanneer zij als samenhangend geheel en zoveel mogelijk 'going concern' worden overgedragen aan een nieuwe onderneming. Om een doorstart te bevorderen zal de curator veelal trachten de bedrijfsmiddelen van de onderneming zo compleet mogelijk bij elkaar te houden (zie onder meer brief Minister van Economische Zaken aan de Voorzitter van de Tweede Kamer d.d. 31 maart 2016 inzake beantwoording vragen met betrekking tot faillissement V&D).

Naast de belangen van de gezamenlijke schuldeisers dienen curatoren ingevolge geldende jurisprudentie ook maatschappelijke belangen te laten meewegen, doch dit terzijde.

Wordt in geval van een faillissement van een doorsnee onderneming de maximale opbrengst in de regel en voor zover mogelijk gerealiseerd via een doorstartconstructie en niet via liquidatie of fire sale van de activa, zulks geldt á priori voor het faillissement van een bankinstelling en zeker in het geval de bank in kwestie de kenmerken heeft, die hiervoor zijn geschetst. De actiefzijde van de balans van een bankinstelling bestaat immers doorgaans in hoofdzaak uit (hypothecaire) vorderingen op klanten, beleggingen, liquiditeiten, derivaten en overige vorderingen. Dit is zeker ook van toepassing op SNS Bank per 1 februari 2013. De passiefzijde van de balans van een bankinstelling bestaat in de praktijk in hoofdzaak uit schulden, voortvloeiend uit door klanten gedeponeerde spaargelden, bankleningen, Core Tier-1 (hybride) effecten, achtergestelde leningen, participatiecertificaten, derivaten en overige schulden. Ook dit is precies van toepassing op SNS Bank per dezelfde datum.

In het faillissement van een bank ligt het derhalve voor de hand dat curatoren zullen kiezen voor een run-off scenario in plaats van een liquidatiescenario om de simpele reden dat een run-off scenario leidt tot veel hogere opbrengsten voor schuldeisers. Onverwijlde liquidatie van de hypotheekportefeuille zou hebben geleid tot grote schade. In het door deskundigen met mr. Schimmelpenninck gehouden interview verklaarde hij: *"Na de kredietcrisis is het alleen mogelijk om een leningenportefeuille te verkopen aan typische financiële investeerders zoals hedgefunds maar die verlangen een hoog rendement dat alleen haalbaar is indien zij de leningen met een hoge discount kunnen kopen"*[107].

[107] Zie interview met mr Schimmelpenninck d.d. 26 januari 2017.

Op de vraag van deskundigen aan Mr. Schimmelpenninck waarom een liquidatiescenario in faillissementen van banken niet opportuun is, antwoordde hij:
"De verkoop van een leningenportefeuille is een complex proces waarbij iedere lening wordt gewaardeerd op alle relevante aspecten (looptijd, renteniveau, rentevast- periode, zekerheden, waarde onderpand, inkomen van de leningnemer). Dat kost maanden tijd. Je moet bovendien zeker zijn dat je "loantape" juiste informatie bevat. Wil je sneller verkopen dan moet je genoegen nemen met een extra discount. Bovendien kan je als failliete verkoper niet de gebruikelijk garanties geven, zoals dat er geen zorgplichtclaims zijn. Dat drukt de prijs nog verder. Tenslotte is de ongestoorde servicing (de administratie en het beheer van de leningenportefeuille) voor de koper van essentieel belang. Bij faillissement ontstaat daarin een grote disruptie. Alle volmachten tot automatische betaling door kredietnemers eindigen door de werking van de Faillissementswet".

In geval van een run-off scenario (te onderscheiden van een afwikkeling via een liquidatiescenario) genereren curatoren jaarlijks, via van klanten te ontvangen rente en aflossingen, zeer grote kasstromen zonder dat tijdens het faillissement de verplichting bestaat tot het afdragen van rente over ter financiering van deze leningen aangetrokken spaargelden en leningen. Deze rente is weliswaar verschuldigd doch ingevolge artikel 128 FW in het eerste faillissement niet verifieerbaar. Deze leningen en spaargelden maken bij bankinstellingen gemiddeld circa 90% van het balanstotaal uit; bij een failliete bank is dit overigens vaak nog hoger. Simpel gezegd zullen curatoren in het faillissement van een bankinstelling er uit oogpunt van maximalisatie van de boedel en voor zover verkoop van de hypotheekportefeuille niet zonder aanzienlijke korting gerealiseerd kan worden, altijd voor kiezen alle activiteiten van de bank voort te zetten, behalve dat met name geen nieuwe kredieten worden afgesloten, van bestaande leningfaciliteiten geen opnames meer gedaan mogen worden, niet meer wordt geadviseerd over producten en geen betaaldiensten meer worden aangeboden.

Ofschoon commissie-inkomsten en winsten uit eventuele terugkoop van eigen schulden dus komen te vervallen, genereren curatoren op deze wijze jaarlijks een substantiële kasstroom uit door klanten te betalen rente en aflossingen, terwijl over de schulden tijdens de duur van het faillissement geen rente en aflossingen (tenzij gebaseerd op tussentijdse uitdelingen) betaald hoeven te worden. Bovendien vervalt ook een groot deel van de operationele kosten van de bank in faillissement, waaronder met name IT- en personeelskosten, vanwege het bovengenoemde stopzetten van onder meer de commerciële activiteiten. In een run-off scenario kan een deel van de bankactiviteiten worden voortgezet met een klein en afgeslankt team van medewerkers, met een exclusieve focus op het zo efficiënt mogelijk innen van de bestaande verplichtingen op de leningenportefeuille, een adequate klachtenafhandeling en daarnaast de afwikkeling van bestaande (optie)contracten. Uiteraard dient de Rechter-Commissaris toestemming te verlenen voor de voortzetting van een beperkt aantal activiteiten en dient het advies van de crediteurencommissie, indien en voor zover benoemd, te worden ingewonnen.

Kort samengevat: in een situatie van een bankfaillissement verandert haar winst-en-verliesrekening schetsmatig in grote lijnen als volgt:

- De netto rente-inkomsten (ontvangen rente minus betaalde rente) exploderen, omdat te ontvangen rente doorgaans gewoon blijft door lopen in een faillissement en (bijna) alle te betalen rente vervalt. Dit kan afhankelijk van de zogenaamde rentemarge of -spread (verschil in gemiddeld te innen versus te betalen rentepercentage) en de mate van securitisatie van de leningen oplopen tot een stijging van de netto rente-inkomsten met ongeveer 150%;
- Vervolgens vervalt ook nog een groot deel van de zogenaamde operationele kosten, omdat kosten van personeel en IT-systemen en dergelijke fors zullen dalen, vanwege het stilzetten van de commerciële activiteiten van de financiële instelling. Deze daling kan oplopen tot zo'n 75%;

- Tezamen kan dit het winstniveau van een failliete bank met maar liefst meer dan een factor 10 doen stijgen.

Uiteraard gaat een run-off scenario ook gepaard met extra kosten, waaronder kosten curatoren en hun medewerkers, in te huren specialisten etc., zeker in de eerste jaren, maar indien het leningenbedrijf in relatieve rust en efficiënt kan worden doorgerold en de servicing organisatie goed wordt gestructureerd, dan ontstaat binnen een redelijk korte termijn een organisatie, die niet alleen uitermate veel winst genereert, maar ook veel extra cashflow, door met name aflossingen van klanten.

De grootste uitdagingen waarvoor curatoren zich geplaatst zullen zien bij het faillissement van een bank zijn: de vraag of curatoren de bank weer geherstart krijgen, de servicing van de leningen in de lucht kunnen houden, de klanten weer zover krijgen dat zij betaalvolmachten tekenen, etc., hoe om te gaan met opzeggingen en cross default bepalingen, het verkrijgen van voldoende boedelkrediet indien nodig en hoe separatisten (met name pandhouders) tevreden gesteld kunnen worden zonder dat zij direct overgaan tot (openbare) verkoop van hun zekerheden. Separatisten, waaronder de ECB en houders van covered bonds, zullen stellen dat zij de aan hen verstrekte onderpanden direct wensen te verkopen. De vraag zal zijn of curatoren, indien de boedel in de aanvang onverhoopt onvoldoende liquide middelen zal bevatten, voldoende boedelkrediet kunnen verkrijgen om bijvoorbeeld directe verkoop van onderpand door pandhouders (separatisten) te voorkomen.

Samenvattend, curatoren dienen dit proces richting rustige run-off zo snel mogelijk in gang te zetten, waarbij het belangrijkste risico de mogelijke wanbetaling op leningen blijft, aangenomen dat ervaren curatoren de overige hiervoor genoemde uitdagingen kunnen oplossen.

Vertaald naar SNS Bank (met specifieke focus op SNS Retail Bank) betekent bovenstaande per 1 februari 2013 het volgende:

- De winst voor belasting van SNS Retail Bank bedroeg over 2012 ongeveer € 130 mio, gebaseerd op netto rente-inkomsten van ca. € 700 mio, overige inkomsten van ca. € 140 mio en € 480 mio aan operationele kosten (exclusief eenmalige posten[108]);
- Hierbij bestond de netto rente bate voor ongeveer € 2,45 mrd aan rente-inkomsten en € 1,75 mrd aan rentekosten;
- In een run-off scenario zouden de netto rente-inkomsten in het eerste jaar ca. € 2,45 mrd bedragen, minus de inkomsten uit het securitized deel van de portefeuille (ca. 4,5% van € 10,474 mrd) ad € 470 mio, minus ca. € 210 mio rente-inkomsten uit PF, minus de rente op de deposito's (4,5% van € 1,6 mrd) ad € 70 mio, minus € 140 mio overige inkomsten. Derhalve resteert per saldo ca. € 1,55 mrd. Tegenover deze totale rente-inkomsten vervallen de interestkosten ad ca. € 1,75 mrd volledig. Blijft over ca. € 1,55 mrd. Aldus nemen ná faillissement de netto rente-inkomsten van ca. € 700 mio per jaar per einde 2012 toe tot ca. € 1,55 mrd over 2013. Een stijging derhalve met ca. 120%. De operationele kosten ná faillissement worden door deskundigen in de aanvang ingeschat op ca. € 100 mio op jaarbasis. Deze kosten verminderen vervolgens jaarlijks.
- Dit zou, ceteris paribus qua overige delen van de winst-en-verliesrekening, een stijging van de winst voor belasting hebben opgeleverd naar € 1,45 mrd, zelfs bij een prudente inschatting qua zogenaamde defaults op de leningen. Oftewel: meer dan 10 keer zo hoog als in 2012;
- Bovendien zou de cashflow nog veel meer gaan toenemen, vanwege aflossingen van leningen. Afhankelijk van de zogenaamde duration van de leningenportefeuille zou dit per jaar ongeveer € 4 mrd extra aan cashflow hebben kunnen genereren, onder de eenvoudige aanname van een maximaal 10-jarige looptijd van de portefeuille en een gelijke verdeling over de tijd;

[108] In 2012 was er ook nog € 228 mio aan afboekingen.

- Per jaar levert dat dus meer dan € 5 mrd aan beschikbare middelen op.

Hoewel bij een failliete bank de schulden vaak meer bedragen dan de totale hoogte van de leningen-portefeuille, geeft bovenstaande wel aan dat een run-off scenario in de situatie van faillissement van SNS Bank voldoende middelen had moeten kunnen genereren om de uitstaande schulden uiteindelijk terug te kunnen betalen, voor sommige typen schulden zelfs inclusief een bepaalde rentevergoeding, betrekking hebbend op de rente over de periode ná faillissementsdatum. Het vergt echter wel tijd (meerdere jaren, waarschijnlijk zelfs meer dan 10 jaar) om deze run-off goed uit te voeren. Afwikkeling via directe liquidatie daarentegen gaat veel sneller, maar kost veel meer geld, vanwege de substantiële kortingen, die benodigd zullen zijn om grote hoeveelheden leningen in één keer te verkopen.

De grootste activapost van een reguliere zogenaamde retail-bank, zoals SNS Bank, betreft de (hypothecaire) vorderingen op klanten. Bij SNS Bank bedroeg deze post op de balans per 31 december 2012 exclusief de gesecuritiseerde hypotheken (circa € 10,4 mrd) en na aftrek van in het kader van hypotheken door klanten gerealiseerde en voor verrekening in aanmerking komende spaardeposito's (circa € 1,6 mrd) pro saldo circa € 39,6 mrd.

Deze vorderingen op klanten zijn in het faillissement van een bankinstelling op een relatief eenvoudige en daarmee kostenefficiënte wijze te incasseren door simpelweg de reeds bestaande incassoprocedures gedurende de (al of niet verlengde) looptijd van de (hypothecaire) leningen te continueren, eventuele klachten adequaat af te handelen en de debiteurenbewaking des nodig op te schroeven. Uiteraard is de kwaliteit van de hypotheekportefeuille maatgevend voor de uiteindelijke opbrengsten. De kwaliteit van de hypotheekportefeuille van SNS Bank wordt hieronder nader toegelicht.

De overige activa, in hoofdzaak bestaande uit beleggingen, bij andere banken gestalde liquide middelen en liquide middelen op eigen rekeningen, kunnen in de regel direct verzilverd worden en ná afloop van de verificatievergadering aan de schuldeisers, via een eerste tussentijdse uitdeling, uitgekeerd worden. Bij SNS Bank bedroegen deze direct liquide te maken activa per 31 januari 2013 ca. € 14,5 mrd.

Om de activiteiten in voornoemde zin te kunnen voortzetten, zullen curatoren een deel van het personeel van de bank moeten gaan inzetten en, gelijk gezegd, een efficiënt opererende servicing organisatie moeten opzetten. Dit zgn. boedelpersoneel zal mitsdien niet direct ná faillissement ontslagen worden doch geleidelijk in lijn met de afbouw van de kredietportefeuille worden gereduceerd.

Ook zullen curatoren externe deskundigen en adviseurs moeten inschakelen om hen te assisteren bij onder meer de afbouw van de portefeuille, verkoop van verhypothekeerde panden, de afhandeling van fiscale vorderingen en schulden, het voeren en controleren van de administratie, de afwikkeling van de derivaten, afwikkeling van klachten, automatiseringsvraagstukken, etc.

Via het run-off scenario zullen curatoren, gelijk gezegd, vanaf het eerste jaar ná aftrek van alle te maken (boedel-)kosten, ten behoeve van de gezamenlijke schuldeisers, jaarlijks terugkerend, een grote kasstroom kunnen genereren. Immers, het zij hier herhaald, de boedel ontvangt van de klanten rente en aflossingen terwijl over de passiefzijde van de balans, bedragende vaak meer dan 100% van alle activa (vooralsnog) geen rente en aflossingen (behoudens tussentijdse uitdelingen) afgedragen behoeven te worden.
In het faillissement van DSB Bank wordt door curatoren vanaf 2009 op succesvolle wijze het run-off scenario bij de afwikkeling van het faillissement gevolgd. De wijze van afwikkeling van het faillissement van DSB Bank wordt in de volgende paragraaf nader geschetst.

Uit de reacties op het conceptrapport van een aantal procespartijen, merendeels de reactie van MinFin en haar begeleidend rapport van Deloitte ("Notitie Deloitte"), blijkt dat er sprake is van een aantal onduidelijkheden ten aanzien van het zogenaamde run-off scenario in geval van faillissement als realistisch toekomstperspectief. Vandaar dat deskundigen hebben gemeend bij dit scenario nog enkele belangrijke zaken verder te duiden. Meer concreet zijn dit de volgende:

A. Redenen voor een keuze door de curator voor run-off en onderliggende parameters;
B. Relevante gevoeligheden, zoals geanalyseerd door deskundigen, als mogelijke variaties op de uiteindelijk gekozen variant van een 10-jaars run-off periode;
C. De splitsing tussen onderliggende waarde van een schuldverplichting en de hierop eventueel te betalen rente in geval van een faillissement;
D. De vergelijking met DSB Bank.

A. Redenen voor een keuze door de curator voor run-off en onderliggende parameters

Bij een bankfaillissement ontstaat de bijzondere situatie dat de belangrijkste kostenpost van het bedrijf, de rentebetalingen, worden stopgezet. Hierdoor ontstaat direct een grote (jaarlijkse) positieve cashflow. Bovendien komen curatoren voor de vraag te staan hoe het beste het bestaande leningenboek te gelde te maken. Bij dit laatste vraagstuk is de kwaliteit van het boek van het grootste belang, gevolgd door de omvang van het boek en de vigerende economische omstandigheden. Bij een goede kwaliteit van de leningenportefeuille zijn deze activa niet alleen meer waard, maar geven zij naar verwachting ook relatief stabiele kasstromen in de toekomst – in eerste instantie de contractueel overeengekomen rente-inkomsten en vervolgens ook de aflossing. De omvang van het boek is van belang bij een te evalueren directe verkoop van de portefeuille; naarmate het boek groter is, zal de korting die bij een directe verkoop waarschijnlijk aan de orde is, toenemen. Dit effect wordt nog versterkt indien de economische omstandigheden slecht zijn.

Op de peildatum had SNS Bank een relatief goede portefeuille aan hypotheekleningen, ruim € 36,5 mrd groot, na aftrek van het securitized deel van de portefeuille en een impairment ter grootte van ruim € 1,25 mrd (bestaande uit 50 bps per jaar gedurende de verwachte run-off periode van 10 jaar). Deskundigen hebben deze kwaliteit nader laten toetsen door het gespecialiseerde bureau OSIS (zie **Bijlage 9** bij dit rapport). Het probleem van SNS Bank zat, zoals bekend, bij dochter PF, met een vastgoedleningenportefeuille. De financiering van deze portefeuille liep via SNS Bank en was ten tijde van de peildatum ruim € 7,5 mrd. Bij een vigerende gemiddelde hypotheekrente van 4,5% levert de hypothekenportefeuille van SNS Bank ten belope van ruim € 36,5 mrd jaarlijks ruim € 1,5 mrd aan rente-inkomsten op. Hier dient nog bij opgemerkt te worden dat deskundigen van mening zijn dat een curator ruim € 1,25 mrd op de bestaande hypotheekportefeuille zal afboeken bij het opmaken van de boedel, gebaseerd op de prudente aanname dat 50 bps per jaar afgeboekt zal moeten worden gedurende een 10-jaars periode uit hoofde van verwachte default.

De financiering van deze (iets vereenvoudigde) leningenportefeuille van ca. € 44 mrd komt tot stand middels ruim 44,5 mrd aan concurrente (rentedragende) schulden, 0,7 mrd aan achtergestelde leningen, 2,1 mrd aan voorziening voor verwachte liquidatieverliezen en een negatief eigen vermogen van € 3,4 mrd. Hier dient nog te worden opgemerkt dat dit eigen vermogen voor het nemen van deze voorziening negatief € 1,3 mrd was, zoals ontstaan vanuit een positief eigen vermogen van ruim € 1,7 mrd, waarop vervolgens negatieve aanpassingen zijn gedaan uit hoofde van de PF-leningenimpairment van € 2 mrd, de verwachte impairment van € 1,3 mrd op de hypotheekportefeuille gedurende de run-off periode en een positieve aanpassing vanwege het feit dat de nominale waarde van de schulden enkele honderden miljoen lager is dan de reële waarde waarvoor deze eerder in de boeken stonden.

Bij elkaar genomen leidt dit tot de volgende gegevens voor de curator:

- Een kwalitatief goede hypothekenportefeuille ter waarde van ruim € 36 mrd, gecombineerd met een financiering van PF middels een lening van € 7,5 mrd (voor impairment);
- Een negatief eigen vermogen van € 3,4 mrd, waarbij ruim 2 mrd aan toekomstige kosten reeds zijn ingecalculeerd; en
- Een hoeveelheid verwachte rente-inkomsten van € 1,5 mrd per jaar.

Per saldo zal een curator dan snel concluderen dat een run-off te prefereren valt over een directe verkoop van de gehele portefeuille, zeker in een economische situatie, zoals aan de orde was rond de peildatum. Een dergelijke run-off geeft ook grote zekerheid van terugbetaling van alle schulden, want het (resterende) gat tussen waarde leningenboek (ca. € 44 mrd) minus waarde totale schulden (ca. € 45,5 mrd) wordt al ingelopen na 1 tot 2 jaar aan verwachte positieve kasstromen, vanwege de hoge omvang van rente-inkomsten in vergelijking met een beperkte hoeveelheid operationele kosten. De kwaliteit van de hypothekenportefeuille (zeker na de initiële extra impairment van € 1,3 mrd) en de lening aan PF (waarbij uit prudentie wordt afgezien van rente-inkomsten op deze lening) geven de curator dan goede aanleiding om te veronderstellen dat deze waarde van de activa te gelde kan worden gemaakt in een run-off, waardoor aflossing van alle schulden met aan zekerheid grenzende waarschijnlijkheid kan plaatsvinden, zeker in de verwachting dat de totale kasinstroom gedurende de 10-jaars periode bijna € 10 mrd zal bedragen. Met andere woorden: bijna € 1,5 mrd aan negatief eigen vermogen in combinatie met bijna € 10 mrd aan verwachte kasstromen maakt de keuze voor run-off en bijbehorende zeer hoge zekerheid op aflossing van alle schulden een relatief eenvoudige evaluatie. Sterker nog: er zullen naar verwachting nog miljarden resteren voor rentebetalingen, zoals te voldoen *na* faillissementsdatum.

B. Relevante gevoeligheden zoals geanalyseerd door deskundigen, als mogelijke variaties op de uiteindelijk gekozen variant van een 10-jaars run-off periode

De aanname van deskundigen ten aanzien van twee relevante onderliggende parameters van de run-off (verwachte periode van run-off en een aflossing van leningen van 7,5% per jaar) zijn uiteraard nader beoordeeld middels zogenaamde sensitivity analyses.

Het effect van een kortere looptijd van de run-off is relatief eenvoudig: de verwachte totale stroom rente-inkomsten zal uiteraard dalen, terwijl tegelijkertijd het risico van een grotere discount bij verkoop van het restant van de portefeuille op het einde van de run-off groter wordt en de kans dat de relevante markten voor leningen meer genormaliseerd zullen zijn navenant kleiner wordt. Kortom: een curator realiseert zich terdege dat een te korte run-off periode niet in het belang is van de schuldeisers. In het kader van zijn taak tot boedelmaximalisatie zal de curator hier dan ook niet voor opteren, hetgeen de voortschrijdende tijd hem ook zal leren. Een langere verwachte run-off daarentegen heeft vooral voordelen: (i) de verwachte rente-inkomsten stijgen, (ii) de kans op een discount bij verkoop van het restant wordt kleiner en (iii) de economie zal met een grotere waarschijnlijkheid meer normaliseren. Eenvoudig gesteld: dit zijn precies de redenen voor de keuze van een bad bank constructie bij banken in de problemen. Het enige nadeel van een langere run-off periode is de toename van de opgelopen rente na faillissementsdatum. Bij een door deskundigen verwachte daling van de hypotheekrente (op basis van de ontwikkeling van de rentetermijncurve in de jaren tot aan de peildatum) over de tijd, zal dit nadeel bovendien wat toenemen naarmate de tijd vordert.

Daarnaast de andere parameter, de verwachte aflossing van de leningenportefeuille over de tijd, gesteld op 7,5%. Kijkend naar de CPR is dit een relatief hoog percentage, doch hebben deskundigen zich ook gerealiseerd dat een aflossingspatroon voor een bank in run-off algemeen genomen iets sterker zal zijn dan gemiddeld, omdat de betreffende bank bestaande leningen bij afloop bij voorkeur niet zal herfinancieren, maar liever zal willen overplaatsen naar een andere bank. Bij een lager percentage resulteert vervolgens wel een langere run-off periode, met alle voordelen van dien. Uit de genoemde sensitivity analyses blijkt dan ook dat (i) een langere

run-off periode tot meer positieve resultaten leidt dan het gekozen Base Case scenario, (ii) een minder snelle aflossing per jaar ook meer positieve gevolgen heeft, tenzij de discount op de restant verkoop dan significant zou stijgen, waardoor de curator de run-off periode waarschijnlijk zal verlengen. Kortom: de Base Case is een prudente keuze, op basis van de verrichte sensitivities. In combinatie met een totale, na 10 jaar resterende, positieve kasstroom van bijna € 6 mrd voor rentebetalingen, gegenereerd na faillissementsdatum, betekent deze prudente keuze dat aflossing van alle schulden nooit at risk zal zijn en zal leiden tot de met aan zekerheid grenzende waarschijnlijkheid van terugbetaling.

C. De splitsing tussen onderliggende waarde van een schuldverplichting en de hierop eventueel te betalen rente in geval van een faillissement

Een volgend belangrijk onderdeel bij een faillissement is de splitsing tussen de onderliggende (nominale) waarde van een schuldtitel en de bijbehorende rentevoet. In een normale, zogenaamde going-concern situatie, zijn beide onderdelen van de schuldtitel onlosmakelijk met elkaar verbonden. Voor de meeste schuldtitels moet de nominale waarde na een bepaalde, contractueel afgesproken, periode worden afgelost en dienen de (jaarlijkse) rentebetalingen te worden voldaan. Echter, in een faillissement worden beide componenten feitelijk gesplitst: de eerste en belangrijkste taak van een curator is om in de eerste plaats de onderliggende waarde van alle schuldtitels zo veel mogelijk terug te betalen; met andere woorden: naar boedelmaximalisatie te streven. Voor een niet-financiële onderneming is het vervolgens, normaal gesproken, een goede prestatie als alle nominale schuldhoeveelheden uiteindelijk terugbetaald kunnen worden. In geval van faillissement van een financiële onderneming, zoals een bank, is deze situatie anders. Allereerst is de keuze voor run-off door een curator onder bepaalde omstandigheden[109] hier vaak de beste aanpak; tegelijkertijd ontstaan vanwege de specifieke winst- en verliesrekening van een bank goede mogelijkheden om via afwikkeling, gericht op boedelmaximalisatie, meer opbrengsten te genereren dan alleen de onderliggende waarde van de schulden. Tegelijkertijd is echter de rentecomponent van schulden voor investeerders een belangrijke inkomstenbron, die, althans in eerste instantie, wegvalt bij een bankfaillissement.

Door het wettelijke kader van insolventieprocessen worden de schulden van een bank feitelijk opgedeeld in een nominale waarde en een rentecomponent. Bij een leningenboek van voldoende kwaliteit wordt het risicoprofiel van het nominaal waardedeel relatief laag tot zelfs risicovrij, terwijl het risico van de rentecomponent significant groter zal zijn. Voor het faillissement bepaalde de combinatie van nominale waarde en rentecomponent het risicoprofiel van de schuldtitel, maar na het faillissement wordt dit anders; de nominale waarde, vanwege de prioritisering in de insolventievolgorde, krijgt een beduidend lager risicoprofiel versus de rentecomponent. Deze scheiding leidt hiermee tot een relatief lage disconteringsvoet voor het nominale deel; in de situatie van SNS Bank per peildatum wordt dit zelfs de risicovrije rente, omdat dit deel met aan zekerheid grenzende waarschijnlijkheid zal worden terugbetaald, ongeacht de precieze details van het gekozen run-off scenario, zoals hierboven al betoogd.

Simplificerend gesteld, bij een bank in een going-concern situatie is gemiddeld gesproken sprake van een financiering van het leningenboek voor ongeveer 90% met schuld (met de overgrote meerderheid veelal in de vorm van concurrente schulden) en voor het resterende deel met 10% eigen vermogen. Deze beide vermogensverschaffers hanteren hierbij rendementseisen die rond de peildatum ongeveer 3% bedroegen voor de schuldenaren en circa 10% voor de eigen vermogenverschaffers. Dit leidt tot een gemiddelde rendementseis van 3,7%. Tegelijkertijd genereren de activa ongeveer 4,5% rente-inkomsten en dus kan de bank waarde creëren. Echter, indien deze bank, meer specifiek SNS Bank, in een faillissementssituatie terecht komt, dan wijzigt dit beeld: de activa (leningenboek) blijven nog steeds ongeveer 4,5% renderen, terwijl de schuldenaren nu meer dan 100% van de financiering dragen, omdat het eigen vermogen wordt c.q. is

[109] Dit hangt met name af van de kwaliteit van het leningenboek.

weggevaagd. Dit betekent dat de rendementseis van schuldeisers omhoog zal gaan; echter, niet over de volle breedte naar niveaus van 10%. De gemiddelde rendementseis kan namelijk lastig boven 4,5% komen; met name de achtergestelde schulden kunnen nu rendementseisen van meer dan 10% laten zien, terwijl de sterke meerderheid van concurrente schulden dichterbij de 4,5% zal komen.
Indien dit wordt gecombineerd met de genoemde splitsing van een schuldtitel in een nominale waarde en een rentecomponent, dan is het duidelijk in te zien dat de onderliggende waarde qua profiel naar risicovrij zou kunnen gaan tenderen, terwijl de rentecomponent veel meer risicovol wordt. Neem bijvoorbeeld een 5-jarige (resterende looptijd) lening met een coupon van 4,5%; deze zal in normale going-concern omstandigheden uiteenvallen voor 80% in een nominale waarde component, terwijl de resterende 20% de rentecomponent reflecteert. Op het moment dat de nominale waarde een rendementseis zou gaan reflecteren van 2% (i.e., risicovrij), dan zou de rentecomponent richting 15% gaan, waardoor het gewogen gemiddelde nog steeds in de buurt blijft van de oorspronkelijke coupon.

Meer specifiek voor de SNS Bank run-off situatie geldt dat de gewogen gemiddelde coupon op de concurrente schulden op de peildatum ongeveer 2,7% is, terwijl de wettelijke (consumenten) rente, zoals op te lopen vanaf de faillissementsdatum, 3% is. Dit betekent dat bij een (bruto) hypotheekrente van 4% of meer, er nog steeds meer rente binnenkomt versus extra opgebouwd/vervallen na 1 extra jaar van run-off. Door deze situatie komt er niet alleen veel kasstroom de failliete bank binnen tijdens de run-off, de kans op enige vorm van uitbetaling van rente na faillissementsdatum wordt ook levensgroot. Als eerder betoogd, het gat van het negatieve eigen vermogen per startdatum van de run-off wordt meer dan gecompenseerd door de totale positieve kasstroom tijdens de run-off. Dit overschot is dusdanig groot dat uiteindelijke aflossing van alle schulden met aan zekerheid grenzende waarschijnlijkheid zal geschieden en dat tegelijkertijd nog vele miljarden aan rente, opgelopen/vervallen na faillissementsdatum, zullen kunnen worden betaald. Deze rentebetalingen worden daarbij echter niet risicovrij, want de exacte hoogte van de totale terugbetaling is onzeker en cruciaal afhankelijk van de precieze ontwikkeling van de run-off. Een terugbetaling van rente van naar verwachting ruim € 6 mrd op een totale opgelopen renteschuld van ruim € 9 mrd vertegenwoordigt echter een stevige extra betaling aan de schuldeisers; ter illustratie, dit extra bedrag zal uiteindelijk een impliciete rentevergoeding van ruim 2% vertegenwoordigen, hetgeen redelijk dicht in de buurt komt van het contractueel overeengekomen (gewogen gemiddelde) percentage van 2,7%.

Samenvattend, door de feitelijke splitsing van een schuldtitel in een nominaal deel en een rentedeel ontstaat na een faillissement een ander beeld qua rangorde van de vermogensverschaffers (de schuldeisers meer specifiek): waren eerst de concurrente schulden in hun geheel meer senior dan de achtergestelde schulden, na een faillissement is de nominale waarde van de achtergestelde schuldeisers belangrijker en hoger in rang geworden dan de post faillissementsrentecomponent op de concurrente schulden. Dit heeft direct impact op de risicoprofielen van beide schulddelen. In het run-off scenario van SNS Bank komen de concurrente schulden hierdoor weliswaar iets te kort, doch niet heel significant – het is de consequentie van de insolventieregels.

D. Vergelijking met DSB Bank

Een failliete bank is (gelukkig) een uitzonderlijk feit. Niet alleen worden banken middels streng toezicht voortdurend gewezen op een voldoende mate van solvabiliteit, tegelijkertijd werkt de hoge mate van schuldfinanciering disciplinerend. Met andere woorden: bij een (te) hoog risicoprofiel van een bank volgen hogere couponeisen van hun schuldenaren en dient de betreffende bank haar activiteiten en gedrag hierop aan te passen. Echter, als een bank toch failliet gaat, dan is run-off een belangrijk alternatief voor een curator. Zeker in het geval van SNS Bank, met een kwalitatief goede hypotheekportefeuille als belangrijkste actief, is dit het uitgangspunt; om de parameters van een dergelijke run-off goed in te schatten hebben deskundigen in de eerste plaats gekeken naar de intrinsieke situatie bij SNS Bank: goede hypotheken met een relatief hoge rente en een relatief laag negatief eigen vermogen. Bovendien is de omvang van deze portefeuille zodanig dat

een korte run-off periode welhaast onmogelijk lijkt; administratief moet eerst het nodige in kaart worden gebracht c.q. uitonderhandeld na de start van het faillissement. Vervolgens zal verkoop van een (te) groot deel van deze portefeuille veel geld kosten. Op deze wijze komen deskundigen tot het prudente scenario van 10-jaar run-off met 7,5% aflossing per jaar.
In een poging deze parameters ook nog zo goed mogelijk te benchmarken komt uiteraard als eerste en enige in beeld de situatie bij het in 2009 failliet gegane DSB Bank. Ook daar kozen curatoren voor een run-off, zoals ook nader door mr. Schimmelpenninck toegelicht, en deze was inmiddels zo'n ruim 3 jaar gaande op de peildatum. De opbrengsten gedurende deze periode waren ook al zodanig dat run-off voor SNS Bank zeker ook te prefereren zou zijn, nog extra ondersteund door het feit dat de hypotheekportefeuille van SNS Bank kwalitatief significant beter was dan die van DSB Bank en ook nog eens een factor 5 tot 6 keer groter. Dit geeft verdere ondersteuning voor het Base Case run-off scenario, zonder daarbij terug te vallen op feiten in de run-off van DSB Bank, die pas na peildatum bekend zijn geworden.

De curator van DSB Bank bevestigde dat run-off het extra voordeel oplevert dat de tijd hierdoor voortschrijdt, zodat de kans op een verbetering van markten groter wordt. Dit is weliswaar zeker geen garantie, maar geeft wel meer lucht om de economische cyclus langer uit te zitten. Vergelijkingen met andere failliete banken zijn lastiger, aangezien deze plaats vonden in andere jurisdicties en ook de kwaliteit van het leningenboek redelijk variabel was. Voor deskundigen stond centraal dat de verwachte rente-inkomsten van SNS Bank dusdanig groot zijn dat run-off tot aflossing van de schulden zou moeten leiden.

7.4 Faillissement DSB Bank

In het faillissement van DSB Bank (faillissement dateert van 19 oktober 2009) hebben curatoren er, zoals gezegd, ook voor gekozen de Nederlandse activiteiten op bovengenoemde wijze voort te zetten en de uitstaande leningen via de reeds bestaande incassoprocedures met behulp van boedelpersoneel en extern ingehuurde krachten te incasseren en te beheren. In 2016 werd een pakketje aan spaarhypotheken ten belope van nominaal € 65 mio aan een derde verkocht. Daarnaast zijn de leningen verstrekt in Duitsland en België in 2011 en 2015 verkocht.
Uit de door curatoren gepubliceerde openbare verslagen blijkt de navolgende informatie:

- Het faillissement van DSB Bank is in het jaar na het dieptepunt van de kredietcrisis uitgesproken. Anders dan bij SNS Bank waren er ernstige zorgplichtklachten en was er een zeer hoge vordering op de aandeelhouder die in problemen was. Verder had DSB Bank, anders dan SNS Bank, veel consumptieve leningen verstrekt en hogere verstrekkingen op hypothecaire leningen verstrekt dan bij SNS Bank. Curatoren hebben schuldeisers met zekerheden, zoals DNB en de ECB, binnen een half jaar na faillissement kunnen aflossen, mede met hulp van boedelkrediet dat verkregen is van de grootste DGS-banken.
- Bij de aanvang van het faillissement bedroeg het totaal aan uitstaande kredieten circa € 4,0 mrd (exclusief extern gesecuritiseerde portefeuilles). Curatoren zijn via een run-off scenario en met behulp van boedelpersoneel en extern ingehuurde specialisten, de leningen zelf gaan incasseren. DSB Bank had ultimo oktober 2017 (derhalve ca. 8 jaar ná aanvang faillissement) nog ca. € 1,7 mrd (exclusief gesecuritiseerde portefeuilles) aan leningen uitstaan.
- Ultimo 2016 was de voorziening wegens oninbaarheid teruggelopen naar € 209,7 mio, zijnde ruim 10% van het uitstaande saldo. De door curatoren m.b.t. de hypotheekportefeuille in de aanvang getroffen additionele voorzieningen (op 1^{e} hypotheken 5%, op 2^{e} hypotheken en consumptief krediet 15%) zijn daarmee aanzienlijk teruggebracht. Dat de voorziening ultimo 2016 nog gemiddeld 10% bedroeg en dit percentage sinds 2011 een stijgende lijn vertoont, is te verklaren doordat leningen met betaalproblemen (na uitwinning van onderpanden en overige zekerheden) een groeiend aandeel hebben in de resterende portefeuille.

In hun openbare verslag nr. 35 van 31 oktober 2017 schrijven curatoren: *"Curatoren achten het mogelijk op basis van de huidige prognoses dat op lange termijn de vorderingen van de resterende concurrente schuldeisers en de vorderingen van de achtergestelde schuldeisers volledig voldaan kunnen worden, mits het huidige beleid met betrekking tot afwikkeling van de leningenportefeuille (run off scenario) nog ten minste drie jaren gecontinueerd wordt".* Voorzien wordt dat het beheer nog ten minste tot in 2020 zal voortduren. *"In de hypothetische situatie waarin ultimo 2017 de activiteiten worden beëindigd en activa van DSB Bank worden verkocht voor bedragen zoals opgenomen in de prognosebalans per die datum, kan DSB Bank het boedelkrediet ad € 317 miljoen volledig terugbetalen, de concurrente schuldenlast (afgerond € 914 miljoen) volledig voldoen en de achtergestelde schuldenlast (afgerond € 90 miljoen) eveneens volledig voldoen. Daarna zou een surplus resteren van € 257 miljoen. Na zo'n beëindiging van het faillissement zou DSB Bank € 246 miljoen van de rentevorderingen van de concurrente schuldeisers en € 11 miljoen van de rentevorderingen van de achtergestelde schuldeisers kunnen voldoen".*

Wel tekenen curatoren daarbij aan dat in een negatief scenario (bijv. verslechtering van de markt, onverwachte gebeurtenissen of aansprakelijkheden, teleurstellende opbrengst van de leningenportefeuille, liquidatieverliezen hoger dan thans ingeschat, etc.) de uitkeringen ten titel van rentevorderingen aanzienlijk lager of zelfs nihil kunnen zijn.
´In extreme scenario's is zelfs denkbaar dat de pre-faillissementsschuldeisers (waaronder dus met name DNB als uitvoerder van het DGS inzake het faillissement van DSB Bank) niet volledig worden voldaan", aldus curatoren in hun openbare verslag.

Dit formele voorbehoud moeten curatoren strikt formeel genomen wel maken doch verwacht mag worden dat, indien curatoren niet geconfronteerd worden met plotselinge onverwachte tegenvallers, alle schuldeisers (zowel concurrent als achtergesteld) 100% van hun nominale vordering per faillissementsdatum betaald krijgen en dat uit het boedeloverschot aan het einde van het faillissement concurrente schuldeisers zelfs een deel (€ 246 mio) van de hen vanaf faillissementsdatum toekomende rente voldaan krijgen terwijl achtergestelde schuldeisers nog € 11 mio aan rente ontvangen. Zulks ondanks het feit dat curatoren in totaal een bedrag van € 324 mio hebben moeten uitkeren uit hoofde van ingediende zorgplicht claims [110] en ondanks het feit dat slechts 26% van de leningen bestond uit een eerste hypotheek en maar liefst 74% van de leningen werd gedekt door slechts een tweede hypotheek[111]. Het probleem van zorgplichtclaims zou overigens in het faillissement van SNS Bank nauwelijks hebben gespeeld.

Curatoren hebben met hulp van genoemd boedelkrediet en via een stil akkoord van de (boedelkrediet-) banken en DNB en twee grote achtergestelde financiers eind 2015 alle gewone (m.u.v. DNB) en achtergestelde schuldeisers het aanbod gedaan tot afkoop van hun vordering per faillissementsdatum voor 100% minus reeds gedane uitkeringen. Dat aanbod is door nagenoeg alle schuldeisers aanvaard.

"Curatoren zullen in november 2017 met instemming van de banken die het boedelkrediet verstrekken aan de overige banken die hebben bijgedragen aan het DGS inzake DSB Bank hetzelfde aanbod doen dat in 2015 en 2016 aan de overige schuldeisers is gedaan (betaling van het restant van de vordering in het faillissement en afstand van rentevorderingen). DNB zal haar medewerking verlenen aan de uitvoering van dit aanbod", aldus curatoren in hun openbare verslag van 31 oktober 2017.

"Bij aanvaarding van dit aanbod zal DSB Bank de betrokken bank rechtstreeks betalen terwijl de betrokken bank, kort gezegd, afstand doet van haar aanspraken onder het DGS, waaronder aanspraken op

[110] Zie interview met mr Schimmelpenninck d.d. 26 januari 2017.
[111] Openbaar verslag d.d.31 oktober 2017 (par. 5.1).

doorbetaling van rente, op DNB, waarna DNB afstand zal doen van het corresponderende deel van haar vordering op DSB Bank, inclusief de daaraan gerelateerde aanspraak op rente", aldus curatoren.

Blijkens vorenbedoeld openbaar verslag nr. 35 van 31 oktober 2017 kunnen schuldeisers, zoals hiervoor opgemerkt, voorts naar verwachting nog rekenen op betaling van een deel van de rente die tijdens faillissement is opgelopen op hun vorderingen en eind 2017 wordt berekend op € 655 mio.
"Indien alle schuldeisers op de langere termijn volledig zijn betaald, zal een eventueel resterend saldo kunnen worden uitbetaald op de niet-verifieerbare rentevorderingen van de schuldeisers. Het gaat hier over het algemeen om de rente berekend over de vorderingen van de schuldeisers vanaf faillissementsdatum".
Dit is alleen mogelijk indien alle geverifieerde vorderingen van alle schuldeisers zijn voldaan en het faillissement van rechtswege is beëindigd. Zie Hoofdstuk 7.12.

Uit het laatst gepubliceerde financieel verslag over 2017 van 15 maart 2018 blijkt dat de curatoren van DSB vanaf oktober 2009 t/m 2017 exclusief bijzondere baten en lasten een bedrijfsresultaat geboekt hebben van in totaal € 826,7 mio. Het eigen vermogen steeg van -/- € 574 mio (eind 2009) naar +/+ € 263 mio (eind 2017). De door curatoren erkende rente ná faillissementsdatum (ultimo 2017 € 637 mio) over de concurrente en achtergestelde schulden werd niet in de resultaten verantwoord. Curatoren erkennen de verschuldigdheid van contractuele rente tijdens de contractuele renteloopti jd en wettelijke rente op consumententransacties nà afloop van de contractuele looptijd.

In plaats van het uitvoeren van een liquidatiescenario, welk scenario met name in faillissementen van banken doorgaans niet tegemoet komt aan de wettelijke taak van curatoren tot het realiseren van boedelmaximalisatie ten behoeve van de gezamenlijke schuldeisers, ligt het derhalve in de rede, dat curatoren in het veronderstelde faillissement van SNS Bank, gelijk in het faillissement van DSB Bank ook is geschied, in overleg met DNB (voor onder meer het treffen van een regeling voor eventueel afgesloten betaalsystemen en instemming met geleidelijke afbouw leningenportefeuille), de Rechter-Commissaris en de crediteurencommissie, voor zover benoemd, zouden hebben geopteerd voor een zgn. run-off scenario in going concern, waarin het beheer en de verdere geleidelijke afbouw van de leningenportefeuille gedurende een langere periode met behulp van boedelpersoneel en externe adviseurs, zou zijn gecontinueerd.[112] Een alternatieve optie zou kunnen zijn verkoop van (een deel van) de leningenportefeuille, doch curatoren zullen van deze optie alleen gebruik maken indien verkoop kan geschieden tegen een niet al té grote discount c.q. boekverlies. In het faillissement van DSB Bank zagen curatoren zich bijvoorbeeld geconfronteerd met veel zorgplichtclaims, waardoor er geen interesse in koop van (een deel van) de portefeuille bestond, zolang de zorgplichtclaims niet waren opgelost. Het oplossen van deze claims vergde ruim vijf jaar. Voorts zagen de curatoren van DSB Bank zich geconfronteerd met het gegeven dat de financiële markten ná 2009 in zwaar weer verkeerden, waardoor geen kopers voor de portefeuille konden worden gevonden.

In het faillissement van Van der Hoop Bankiers (2005) is wel voor verkoop van de hypothekenportefeuille gekozen. Van der Hoop is echter moeilijk vergelijkbaar met SNS Bank. Van der Hoop was primair een effectenbank van geringe omvang, met als rekeninghouders in hoofdzaak vermogende particulieren. De bank was voor haar inkomsten vooral afhankelijk van het effectenbedrijf. De bank richtte zich bij haar hypothecaire kredietverlening op een speciaal segment van de markt. Dat waren niet de doorsnee woninghypotheken, maar meer persoonsgerichte hypotheken waarvoor een hogere interest kon worden

[112] Bij DSB Bank loopt de run-off periode nu al ruim 8 jaar en wordt voorzien dat deze nog tot minimaal 2020 zal duren. Dit leidt tot een verwachte doorlooptijd van ruim 10 jaar. In het met hem op 26 januari 2017 gehouden interview stelde mr. Schimmelpenninck zelfs dat het run-off scenario nog tot tenminste in 2024 zou gaan duren. Belangrijke redenen voor deze langere periode bij DSB Bank zijn geweest: (i) het relatief trage omzetten van sterk verouderde servicing systemen naar meer moderne, (ii) de benodigde tijd voor het wegwerken van de zorgplichtclaims en (iii) slechte situatie op de financiële markten in 2009.

bedongen, de zogenoemde “non-prime” hypotheken (zie onderzoeksrapport curatoren pag. 24). Voor een bedrag van € 76 mio, vertegenwoordigende ongeveer de helft van de hypotheekportefeuille van ca. € 150 mio, werd kort vóór faillissement reeds verkocht aan NIBC. Curatoren hebben de rest van de portefeuille, waarin volgens mr. Schimmelpenninck (curator Van der Hoop) ook zwakkere leningen zaten, voor 96% van de nominale waarde verkocht aan RABO. Deskundigen verwijzen voor het overige naar het verslag van het met mr. Schimmelpenninck gehouden interview.

7.5 Wettelijke rangorde schuldeisers in faillissement SNS Bank, inclusief uitdeling aan schuldeisers

Bij de distributie van de in het faillissement van SNS Bank zeer substantiële jaarlijks terugkerende kasstromen zouden curatoren op grond van de Faillissementswet de navolgende rangorde in acht hebben moeten nemen:

1) Separatisten.
De pand- en hypotheekhouders hebben een aparte positie in het faillissement. Zij zijn de zogenaamde separatisten en kunnen hun rechten uitoefenen alsof er geen faillissement was en blijven daardoor dus buiten het faillissement. Ze hebben dus niet te maken met de curator. Pand- en hypotheekhouders kunnen hun hoofdvordering incl. vervallen rente per faillissementsdatum vermeerderd met de nadien tot het moment van uitbetaling vervallen rente verhalen op hun onderpand. In het geval dat de vordering van de hypotheek- of pandhouder lager is dan de opbrengst moet de hypotheek- of pandhouder het restant uiteraard aan de boedel afdragen.

Door SNS Bank werden de navolgende zekerheden verstrekt:

a. Covered Bonds
Covered bonds zijn een bijzonder soort obligaties, waarbij aan de houders van de obligatie zekerheid wordt verschaft in de vorm van een afgebakende portefeuille retailhypotheken die door SNS Bank in onderpand zijn verstrekt[113]. In totaal zijn door SNS Bank onder het € 15 mrd Covered Bond-programma van 13 december 2007 voor ca.€ 4,4 mrd aan covered bonds uitgegeven, die via in pandgeving gedekt werden door een portefeuille met Nederlandse woninghypotheken ter waarde van € 6,1 mrd (zie Jaarverslag 2012).

b. LTRO-leningen (Long-Term Refinancing Operation) van de ESCB (European System of Central Banks)
Dit betroffen korte termijn (drie jaar), via verpanding van hypotheken en leningen aan banken, gedekte leningen met een lage variabele rente en met een omvang van ca. € 5,5 mrd per 31 januari 2013, verstrekt door de ECB. Hermes XIV, XV, XVI, XVII, XVIII en Pearl IV, zijnde securitisaties waarvan de notes door SNS Bank zelf werden gehouden, vormden het voornaamste onderpand voor de LTRO-leningen van de ESCB.

c. Externe gesecuritiseerde hypotheken.
Door middel van securitisatie kan een bank het kredietrisico van zijn vorderingen aan derde partijen overdragen. SNS Bank heeft een deel van de hypothecaire vorderingen tot een bedrag van ca. 22,7 mrd bruto (stand ultimo 2012 inclusief securitisaties die op eigen boek werden gehouden) gesecuritiseerd. Het betreft de volgende securitisatieprogramma’s: Hermes VIII t/m XVII (2004 t/m 2012), Pearl I t/m IV (2006 t/m 2010), en Lowlands I (2012). De externe securitisaties zijn in het kader van de onderstaand

[113] Bron: Jaarverslag 2008 SNS Reaal.

geschetste boedelbeschrijving off balance gebracht en uit de post hypothecaire vorderingen geëlimineerd, omdat de gesecuritiseerde leningen niet meer in economische eigendom aan SNS Bank toebehoren. Per eind 2012 bedroegen de externe securitisaties € 10,474 mrd. In geval van externe securitisaties werden de vorderingen overgedragen zonder mededeling aan de debiteuren. SNS Bank is ten aanzien van de op die programma's betrekking hebbende vorderingen juridisch rechthebbende gebleven. Deze vorderingen zijn, zoals gezegd, wel door SNS Bank aan de betreffende vennootschappen verpand. De extern gesecuritiseerde vorderingen ad € 10,474 mrd worden niet toegerekend aan de boedel van SNS Bank. Ultimo 2012 had SNS Bank voor € 11,9 mrd aan Notes van securitiseerde portefeuilles op eigen boek.

2) Boedelvorderingen.
Na voldoening van de separatisten moeten uit de boedel alle boedelvorderingen worden voldaan. Boedelvorderingen zijn vorderingen van schuldeisers die zijn ontstaan na de faillietverklaring door toedoen van de curator en vorderingen die door de wet als boedelvordering worden gekwalificeerd. Het gaat hier om verbintenissen die de curator aangaat voor het beheer en de vereffening van de boedel, waartoe onder meer het salaris van de curator, maar ook loonschulden (onder meer betrekking hebbend op de opzegtermijnen van door de curator ontslagen personeel), huurschulden, run-off costs, afwikkelingskosten, BTW e.d. vanaf het moment van faillietverklaring worden gerekend.

Ook verbintenissen die door de curator na de faillietverklaring zijn aangegaan, zijn boedelschulden als de boedel bij deze verbintenissen is gebaat. Schuldeisers met een boedelvordering hoeven hun vordering niet ter verificatie in te dienen bij de curator. Deze vorderingen worden onmiddellijk uit de boedel voldaan voor zover er voldoende actief in de boedel aanwezig is. Deze schuldeisers hebben een vordering die buiten het faillissement valt.

3) **Preferente vorderingen,** waaronder met name vorderingen van de fiscus (uit hoofde van o.a. vennootschapsbelasting, BTW, in te houden loonbelasting e.d.) en de bedrijfsvereniging (uit hoofde van sociale verzekeringspremies, betaald loon o.g.v. de loongarantieregeling e.d.) en vorderingen van werknemers met een loonvordering van vóór faillissementsdatum.

4) Concurrente vorderingen (senior schulden).

5) Achtergestelde vorderingen (Tier-1 en Tier-2).

6) **Superachtergestelde vorderingen,** bijvoorbeeld de Core Tier-1 stukken van de Staat en van de Stichting Beheer SNSR in geval van SNSR.

Bij SNSR ging het om zogenaamde Core Tier-1 niet converteerbare capital securities, in 2008 ten belope van in totaal € 500 mio uitgegeven aan de Stichting Beheer SNSR en ten belope van € 750 mio aan de Staat. Deze laatste securities mogen door SNSR worden geconverteerd in gewone aandelen, waarbij de Staat het recht heeft te kiezen voor een betaling in contanten. Met de opbrengst in 2008 werd het Core Tier-1-kapitaal van SNS Bank verhoogd met € 260 mio en dat van Reaal met € 975 mio. De resterende € 15 mio werd in SNSR gebruikt om de double leverage-ratio te verminderen[114]. Ingevolge de toepasselijke Terms and Conditions zijn de vorderingen van de houders van deze effecten: (i) gelijkgesteld aan vorderingen van aandeelhouders van SNSR en (ii) achtergesteld bij alle overige vorderingen van achtergestelde, concurrente en preferente schuldeisers van SNSR.

7) Aandeelhouders.

[114] Bron: Jaarverslag SNS Reaal 2008.

Een aandeelhouder heeft recht op een eventueel batig saldo na vereffening (artikel 2: 23b BW), dat resteert na volledige betaling van alle schulden, ook van de ná faillissementsdatum vervallen rente.

Hoe en op welke wijze zouden in het geval van faillissement van SNS Bank distributies aan schuldeisers conform de wettelijke rangorde kunnen zijn gerealiseerd?

In geval van SNS Bank zouden curatoren allereerst en reeds in 2013 de beleggingen, liquide middelen en overige activa ad in totaal circa € 14,5 mrd te gelde hebben kunnen maken. Indien en zodra de ingediende vorderingen via een verificatievergadering zouden zijn geverifieerd, zou naar verwachting reeds eind 2013 een eerste uitdeling aan concurrente schuldeisers ten bedrage van circa € 18,4 mrd kunnen zijn gerealiseerd, bestaande uit de in 2013 te gelde gemaakte activa (ca. € 14,5 mrd) alsmede uit 90% (ca.€ 3,9 mrd) van de in 2013 van klanten ontvangen kasstroom uit rente en aflossingen (ca. € 4,3 mrd). De aanname is dat curatoren ultimo 2013 10%, zijnde ca. € 400 mio van de in 2013 gegenereerde kasstroom als dekking voor de te maken beheerskosten en opkomende preferente vorderingen van belastingdienst en bedrijfsvereniging op de boedelrekening zouden gaan reserveren.

De aanname van deskundigen is voorts geweest, dat de beleggingen relatief simpel verkocht hadden kunnen worden. Een eerste uitdeling aan schuldeisers zou naar inschatting van deskundigen, zoals gezegd, reeds ultimo 2013 hebben kunnen plaatsvinden. Voorwaarde daarbij is dat dan wel de verificatie van de vorderingen moet hebben plaatsgevonden. Deskundigen realiseren zich dat het door hen aangenomen tijdstip van eerste tussentijdse uitdeling wel eens erg ambitieus zou kunnen zijn. Het is zeer wel mogelijk dat met name het verificatieproces veel meer tijd zou zijn gaan vergen dan thans door deskundigen aangenomen. De duur van het verificatieproces is ondermeer afhankelijk van het aantal ingediende vorderingen, het aantal te betwisten vorderingen, het aantal door klanten opgezegde contracten en de indiening van daarmede verbonden schadeclaims etc. Voor de uitkomst van het run-off scenario zou het echter niet veel uitgemaakt hebben indien als tijdstip van eerste tussentijdse uitdeling december 2014 of een nog later tijdstip was genomen.

Aan het einde van het eerste jaar van het faillissement (ultimo 2013) zou aldus via een eerste tussentijdse uitdeling in totaal circa € 18,4 mrd aan schuldeisers kunnen zijn ingelost, waarvan € 9,9 mrd plus vervallen rente ad € 522 mio aan pandhouders (separatisten) en het resterende deel aan preferente en concurrente schuldeisers, waarbij de omvang van de totale geverifieerde schuld per ultimo 2013 ongeveer € 50,9 mrd zou hebben bedragen, waarvan € 42,6 mrd voor SNS Retail Bank en ongeveer € 8,3 mrd voor PF.

Zelfs indien de pandhouders, waaronder de ECB, niet tot ultimo 2013 op betaling hadden willen wachten, zou het totaal van in de aanvang van het faillissement in SNS Bank aanwezige beleggingen en liquide middelen en overige te gelde te maken activa ad € 14,5 mrd ruim voldoende zijn geweest om alle vorderingen van de pandhouders ad in totaal ca. € 9,9 mrd plus rente vanaf faillissementsdatum tot moment van aflossing eerder te betalen. Curatoren zouden geen boedelkrediet hebben hoeven aan te vragen.

De aanname van deskundigen is geweest dat verkoop van (een deel van) de hypotheekportefeuille niet dan slechts met een grote discount gerealiseerd had kunnen worden en dat met het oog hierop het run-off scenario gedurende ten minste tien jaar zou zijn gecontinueerd. Via jaarlijkse tussentijdse uitdelingen uit de ontvangen kasstromen zouden de vorderingen van alle preferente, concurrente en achtergestelde schuldeisers in de loop van tien jaar naar inschatting van deskundigen integraal kunnen worden ingelost. De nadere detaillering hiervan volgt onderstaand.

7.6 Boedelbeschrijving SNS Bank

Deskundigen realiseren zich dat geconsolideerde afwikkeling van faillissementen in groepsverband slechts in uitzonderingsgevallen kan geschieden. Bij een faillissement van een complex van vennootschappen, bestaande uit een holding en meerdere dochterbedrijven, dienen curatoren in principe het faillissement van iedere vennootschap/juridische entiteit afzonderlijk af te wikkelen. Dit vormt de hoofdregel. Conform de Recofa-richtlijnen en de Praktijkregels voor curatoren is geconsolideerde afwikkeling slechts toegestaan met toestemming van de Rechter-Commissaris. Uitzonderingen op de hoofdregel zijn mogelijk indien een separate afwikkeling op grote bezwaren stuit. Dat kan volgens de Praktijkregels (par. 9.2) bijvoorbeeld het geval zijn bij het faillissement van een groep van vennootschappen die zo verweven met elkaar zijn, dat het vrijwel onmogelijk is om de rechten en verplichtingen van ieder van die vennootschappen afzonderlijk vast te stellen. Indien zich dit in de praktijk voordoet, geeft de Rechter-Commissaris in de regel aan curatoren toestemming om tot een geconsolideerde afwikkeling over te gaan. Een totale consolidatie houdt in dat alle activa en passiva voor de afwikkeling op één hoop worden geveegd.

Hoewel een geconsolideerde afwikkeling dus tot de uitzonderingen behoort, hebben deskundigen gemeend in het kader van het faillissementsscenario -meer specifiek de opdracht om alleen de waarde van onteigende vermogensbestanddelen vast te stellen-, uit te kunnen gaan van een geconsolideerde afwikkeling van SNS Bank en wel *om de reden dat een afwikkeling per dochtervennootschap van SNS Bank niet tot andere uitkomsten voor de thans te waarderen achtergestelde effecten en vermogensbestanddelen zou hebben geleid.*

Alle onteigende achtergestelde effecten en vermogensbestanddelen bevinden zich uitsluitend op het niveau van SNS Bank. *Daaraan kan worden toegevoegd dat de keuze voor een geconsolideerde afwikkeling mede is ingegeven uit oogpunt van efficiency* en vanwege het feit, dat de meest gedetailleerde relevante informatie over alle deelnemingen van SNS Bank afzonderlijk moeilijk verkrijgbaar en niet (meer) volledig beschikbaar bleek.

Bovenstaande aanname, dat een geconsolideerde afwikkeling van SNS Bank niet tot andere uitkomsten voor de schadeloosstelling zou hebben geleid, wordt mitsdien met name verklaard door het feit dat achtergestelde effecten en vermogensbestanddelen in het geheel niet voorkomen op de balansen van de deelnemingen en mitsdien geen enkele rol spelen in de faillissementen van de deelnemingen. Alle achtergestelde schulden van de bank bevinden zich, zoals gezegd, op het niveau van de moeder, SNS Bank N.V. De waardering van deze achtergestelde schulden zou niet hoger of lager zijn uitgevallen door uit te gaan van een enkelvoudige afwikkeling van alle entiteiten afzonderlijk; immers, alle run-off's van de deelnemingen vloeien uiteindelijk qua resultaten weer door naar het niveau van deze moeder.

Daarnaast hebben deskundigen, als eenvoudige cross-check, ook een soortgelijke run-off van de enkelvoudige afwikkeling van SNS Bank sec gesimuleerd, leidend tot de uitkomst dat alle achtergestelde schulden aldaar ook volledig betaald zouden worden, zij het met een kleinere marge dan bij de geconsolideerde analyse, aangezien de deelnemingen ook een bepaalde positieve cashflow marge opleveren. Ter nadere info: ruim 55% van de totale hypotheekportefeuille zit bij de moeder, SNS Bank N.V. (enkelvoudig). Vervolgens zouden de achtergestelde schuldeisers van SNS Bank via de 403 verklaring grosso modo hetzelfde bedrag aan rente uit het faillissement van SNSR hebben ontvangen.

Ter verdere illustratie wordt verwezen naar onderstaande enkelvoudige balans van SNS Bank.

Balans

	Balans in JR	Liquidatie-verliezen	Securiti-saties	Spaar-deposito	Impair-ments	Start Balans Run-off 2012	Balans na Eerste Uitdeling 2013	Eindigend Op December 31, 2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Hypotheken	33,061	-	(10,474)	(1,146)	(710)	20,731	19,176	17,621	16,066	14,511	12,957	11,402	9,847	8,292	6,737	-
Vorderingen op Banken	10,111	-	-	-	(2,024)	8,087	7,278	6,470	5,661	4,852	4,044	3,235	2,426	1,617	809	0
Beleggingen	1,833	-	-	-	-	1,833	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Overige Beleggingen	2,702	-	-	-	-	2,702	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Liquide Middelen	7,333	-	-	-	-	7,333	298	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Derivaten - Activa	3,709	(3,709)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Materiele Vaste Activa	49	(7)	-	-	-	42	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Immateriele Vaste Activa	83	(83)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Latente Belastingvordering	327	(327)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Te ontvangen Vennootschapsbelasting	113	(113)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Te ontvangen van groepsmaatschappijen	1,267	(1,267)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Deelnemingen	272	(272)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Overige Activa	1,219	(183)	-	-	-	1,036	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Totale Activa	**62,079**	**(5,961)**	**(10,474)**	**(1,146)**	**(2,734)**	**41,764**	**26,752**	**24,091**	**21,727**	**19,364**	**17,000**	**14,637**	**12,273**	**9,910**	**7,546**	**0**
Spaargelden	14,748	-	-	-	-	14,748	12,529	11,060	9,753	8,478	7,236	6,024	4,841	3,686	2,559	-
Schulden aan Klanten	7,199	-	-	(1,146)	-	6,053	5,142	4,539	4,003	3,480	2,970	2,472	1,987	1,513	1,050	-
Schulden aan Banken	9,963	-	(2,270)	-	-	7,693	6,536	5,770	5,088	4,423	3,775	3,142	2,525	1,923	1,335	-
LTRO Leningen	5,500	-	-	-	-	5,500	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Leningen / Schuldbewijzen	7,120	(545)	(397)	-	-	6,178	5,248	4,633	4,085	3,551	3,031	2,523	2,028	1,544	1,072	-
Covered Bonds	4,400	-	-	-	-	4,400	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Achtergestelde Obligatie @ 4.238%	5	-	-	-	-	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	-
Achtergestelde Obligatie @ 5.750%	11	-	-	-	-	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	-
Achtergestelde Obligatie @ 6.625%	37	-	-	-	-	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37	-
Achtergestelde Obligatie @ 11.250%	320	-	-	-	-	320	320	320	320	320	320	320	320	320	320	-
Achtergestelde Obligatie @ 6.250%	262	-	-	-	-	262	262	262	262	262	262	262	262	262	262	-
Participatiecertificaten	57	-	-	-	-	57	57	57	57	57	57	57	57	57	57	-
Achtergestelde, Onderhandse Lening @ 5.250%	0	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-
Achtergestelde, Onderhandse Lening @ 6.830%	11	-	-	-	-	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	-
Achtergestelde Onderhandse Lening SNS REAAL	40	(40)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Derivaten - Passiva	2,841	(2,841)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Latente Belastingverplichting	273	(273)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Voorzieningen	70	(70)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Voorzieningen Liquidatieverliezen	-	554	-	-	-	554	298	245	198	155	118	86	58	34	15	-
Overige Passiva	7,807	-	(7,807)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Totale Passiva	**60,664**	**(3,216)**	**(10,474)**	**(1,146)**	**-**	**45,829**	**30,455**	**26,950**	**23,829**	**20,790**	**17,832**	**14,950**	**12,142**	**9,404**	**6,734**	**-**
Eigen Vermogen	1,415	(2,745)	-	-	(2,734)	(4,065)	(3,703)	(2,859)	(2,102)	(1,427)	(832)	(314)	131	505	812	0
Totale Eigen Vermogen & Passiva	**62,079**	**(5,961)**	**(10,474)**	**(1,146)**	**(2,734)**	**41,764**	**26,752**	**24,091**	**21,727**	**19,364**	**17,000**	**14,637**	**12,273**	**9,910**	**7,546**	**0**

De getallen met betrekking tot het run-off scenario van SNS Bank N.V. enkelvoudig kunnen als volgt worden toegelicht:

- De startpositie van eigen vermogen op basis van de balans is gelijk aan € 1,415 miljard, hetgeen gelijk is aan het eigen vermogen in de jaarrekening met inachtname van een kleine correctie voor de Fair Value van de achtergestelde schulden. Ervan uitgaande dat SNS Bank enkelvoudig circa 55% uitmaakt van de geconsolideerde cijfers, ligt de startwaarde van het eigen vermogen hier relatief wat hoger dan bij SNS Bank geconsolideerd (€ 1,75 miljard). Dit is echter een gegeven en zorgt voor een relatief iets betere positie van SNS Bank enkelvoudig. Met andere woorden: het eigen vermogen van de overige entiteiten zal relatief lager zijn, maar deze hebben geen achtergestelde schulden op hun balans;
- Deel van hypotheken dat bij SNS Bank staat (en niet bij ASN, Regiobank en BLG Wonen): 20,7 mrd versus 36,9 mrd totaal, derhalve circa 55%;
- Vervolgens zijn de volgende afboekingen gehanteerd:
    - Allereerst hebben deskundigen op basis van high-level assumpties een totale netto afboeking van € 2,2 miljard gerealiseerd op equity niveau, vanwege het wegvallen van bepaalde posten (met name: I/C-financiering ten belope van circa € 1,27 mrd, deelnemingen € 270 mio en verder materiële vaste activa, derivaten en belastingposten, op een wijze identiek aan de geconsolideerde run-off);
    - Vervolgens is een voorziening liquidatieverliezen genomen van ruim € 554 mio (versus € 720 mio in de geconsolideerde casus, waarbij nu € 144 mio correctie gemiste rente en € 112 mio totale kosten eerste 11 maanden proportioneel hoger zijn). Tezamen met de vorige post leidt dit tot een totale afboeking van € 2,73 mrd;
    - Een impairment is toegepast op PF van € 2,024 mrd, vanwege het feit dat deskundigen de run-off op basis van december 2012 afwikkelen (identiek als in geconsolideerde run-off);
    - Een impairment van in totaal € 710 mio is toegepast op de hypotheekportefeuille op basis van de 50 bps per jaar (dus ca. 55% van € 1,26 mrd);
    - De discount op de laatste 15% van de hypotheekportefeuille bedraagt € 777 mio, op basis van een totale uitstaande hypotheekportefeuille na 10 jaar van € 5,183 mrd (deze discount is vergelijkbaar met 1,38 mrd in geconsolideerde run-off);
- Daarmee is sprake van een totaal gat van € 4,065 mrd (incl. liquidatievoorziening). De bruto renteopbrengst bedraagt € 5,691 mrd (vergelijkbaar met 9,8 mrd in geconsolideerde run-off). De aldus ontstane delta bedraagt € 1,626 mrd, na aftrek van de discount van 15% wordt dit ongeveer € 848 miljoen, waarop nog in mindering moet worden gebracht de uitbetaalde rente aan de

separatisten van € 571 mio. Aldus komen deskundigen uit op een totaal batig saldo van € 277 mio (grofweg) na aflossing van alle schulden.

Concluderend: alle schulden (ook de achtergestelde) kunnen nu worden afgelost en dan resteert nog laatstgenoemd bedrag ad € 277 mio voor betaling van rente, vervallen na faillissementsdatum. Dus ook deze gevoeligheidsanalyse onderstreept dat de aanname van een geconsolideerde afwikkeling de resultaten qua relevante effecten en vermogensbestanddelen niet beïnvloedt.

Voor verdere toelichting wordt verwezen naar onderstaand kasstroomoverzicht en renteoverzicht.

Kasstroomoverzicht

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Totaal
Aflossingen	2,363	2,363	2,363	2,363	2,363	2,363	2,363	2,363	2,363	2,363	23,635
Nettowinst	677	791	710	633	558	486	417	351	288	227	5,137
Liquidatie Overige Activa	5,613	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5,613
Beschikbare Kaspositie	7,333	298	-	-	-	-	-	-	-	-	7,631
Verkoop Hypotheekportefeuille	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5,183	5,183
Verlies Hypotheekportefeuille	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(777)	(777)
Ingehouden Kasmiddelen	(298)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(298)
Beschikbare Kasstroom voor Eerste Uitdeling	**15,689**	**3,452**	**3,074**	**2,996**	**2,921**	**2,849**	**2,780**	**2,714**	**2,651**	**6,996**	**46,123**
Eerste Uitdeling LTRO Leningen	(5,500)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(5,500)
Eerste Uitdeling Covered Bonds	(4,400)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(4,400)
Eerste Uitdeling Rente LTRO Leningen	(426)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(426)
Eerste Uitdeling Rente Covered Bonds	(145)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(145)
Eerste Uitdeling Spaargelden	(2,219)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(2,219)
Eerste Uitdeling Schulden aan Klanten	(911)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(911)
Eerste Uitdeling Schulden aan Banken	(1,158)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(1,158)
Eerste Uitdeling Leningen / Schuldbewijzen	(930)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(930)
Eerste Uitdeling Overige Passiva	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Beschikbare Kasstroom ná Eerste Uitdeling	**-**	**3,452**	**3,074**	**2,996**	**2,921**	**2,849**	**2,780**	**2,714**	**2,651**	**6,996**	**30,434**
Aflossing Spaargelden	-	(1,468)	(1,307)	(1,274)	(1,243)	(1,212)	(1,183)	(1,155)	(1,128)	(2,559)	(12,529)
Aflossing Schulden aan Klanten	-	(603)	(537)	(523)	(510)	(497)	(485)	(474)	(463)	(1,050)	(5,142)
Aflossing Schulden aan Banken	-	(766)	(682)	(665)	(648)	(632)	(617)	(602)	(588)	(1,335)	(6,536)
Aflossing Leningen / Schuldbewijzen	-	(615)	(548)	(534)	(520)	(508)	(495)	(484)	(472)	(1,072)	(5,248)
Aflossing Overige Passiva	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Beschikbare Kasstroom voor Aflossing Hoofdsom Achtergestel	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**980**	**980**
Aflossing Achtergestelde Obligatie @ 4.238%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(5)	(5)
Aflossing Achtergestelde Obligatie @ 5.750%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(11)	(11)
Aflossing Achtergestelde Obligatie @ 6.625%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(37)	(37)
Aflossing Achtergestelde Obligatie @ 11.250%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(320)	(320)
Aflossing Achtergestelde Obligatie @ 6.250%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(262)	(262)
Aflossing Participatiecertificaten	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(57)	(57)
Aflossing Achtergestelde, Onderhandse Lening @ 5.250%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(0)	(0)
Aflossing Achtergestelde, Onderhandse Lening @ 6.830%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(11)	(11)
Beschikbare Kasstroom voor Aflossing Rente op Concurrente	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**277**	**277**
Aflossing Rente Spaargelden	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(62)	(62)
Aflossing Rente Schulden aan Klanten	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(57)	(57)
Aflossing Rente Schulden aan Banken	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(105)	(105)
Aflossing Rente Leningen / Schuldbewijzen	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(54)	(54)
Aflossing Rente Overige Passiva	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Beschikbare Kasstroom voor Betaling (Rente) op Achtergestel	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Aflossing Rente Achtergestelde Obligatie @ 4.238%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aflossing Rente Achtergestelde Obligatie @ 5.750%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aflossing Rente Achtergestelde Obligatie @ 6.625%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aflossing Rente Achtergestelde Obligatie @ 11.250%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aflossing Rente Achtergestelde Obligatie @ 6.250%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aflossing Rente Participatiecertificaten	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aflossing Rente Achtergestelde, Onderhandse Lening @ 5.250%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aflossing Rente Achtergestelde, Onderhandse Lening @ 6.830%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Uitbetaling Dividend	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Rente

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Totaal
Rente op Hoofdsom											
Spaargelden	442	376	332	293	254	217	181	145	111	77	2,427
Schulden aan Klanten	354	301	266	234	204	174	145	116	89	61	1,943
Schulden aan Banken	596	507	447	394	343	293	244	196	149	103	3,271
Leningen / Schuldbewijzen	167	142	125	317	275	235	196	157	120	83	1,816
Achtergestelde Obligatie @ 4.238%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3
Achtergestelde Obligatie @ 5.750%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Achtergestelde Obligatie @ 6.625%	2	2	2	2	2	2	3	3	3	3	26
Achtergestelde Obligatie @ 11.250%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Achtergestelde Obligatie @ 6.250%	16	16	16	16	16	16	16	16	20	20	172
Participatiecertificaten	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Achtergestelde, Onderhandse Lening @ 5.250%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Achtergestelde, Onderhandse Lening @ 6.830%	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	8
Overige Passiva	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Totaal	**1,579**	**1,345**	**1,189**	**1,257**	**1,096**	**938**	**785**	**635**	**492**	**349**	**9,665**
Rente op Rente											
Spaargelden		13	25	36	45	54	63	70	76	82	465
Schulden aan Klanten		21	40	57	74	91	106	121	135	148	792
Schulden aan Banken		46	89	131	171	211	250	288	326	363	1,875
Leningen / Schuldbewijzen		13	25	37	64	90	115	139	162	184	830
Achtergestelde Obligatie @ 4.238%		0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Achtergestelde Obligatie @ 5.750%		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Achtergestelde Obligatie @ 6.625%		0	0	1	1	1	1	2	2	2	11
Achtergestelde Obligatie @ 11.250%		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Achtergestelde Obligatie @ 6.250%		1	3	4	6	7	9	11	13	16	71
Participatiecertificaten		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Achtergestelde, Onderhandse Lening @ 5.250%		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Achtergestelde, Onderhandse Lening @ 6.830%		0	0	0	0	0	0	1	1	1	3
Overige Passiva		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Totaal		**95**	**182**	**265**	**362**	**455**	**546**	**632**	**716**	**796**	**4,049**
Totale Uitstaande Rente											
Spaargelden	442	832	1,188	1,517	1,816	2,088	2,331	2,546	2,733	2,831	21.1%
Schulden aan Klanten	354	676	981	1,272	1,550	1,815	2,065	2,302	2,526	2,678	19.9%
Schulden aan Banken	596	1,149	1,685	2,210	2,724	3,228	3,721	4,205	4,680	5,041	37.5%
Leningen / Schuldbewijzen	167	321	471	825	1,164	1,489	1,800	2,096	2,378	2,592	19.3%
Achtergestelde Obligatie @ 4.238%	0	0	1	1	1	2	2	2	3	4	0.0%
Achtergestelde Obligatie @ 5.750%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Achtergestelde Obligatie @ 6.625%	2	5	8	11	14	18	22	26	31	36	0.3%
Achtergestelde Obligatie @ 11.250%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Achtergestelde Obligatie @ 6.250%	16	34	53	74	96	120	145	173	207	243	1.8%
Participatiecertificaten	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Achtergestelde, Onderhandse Lening @ 5.250%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.0%
Achtergestelde, Onderhandse Lening @ 6.830%	1	2	3	3	5	6	7	8	10	11	0.1%
Overige Passiva	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Totaal	1,579	3,019	4,390	5,912	7,370	8,763	10,094	11,361	12,569	13,437	100.0%

Aan het bovenstaande kan nog het navolgende worden toegevoegd:

1. Bij een vergelijking tussen afwikkeling per entiteit versus geconsolideerde afwikkeling van een faillissement kunnen allereerst de intercompany leningen worden weggedacht bij de bepaling van de waarde van schuldinstrumenten van de moeder. Dochterbedrijven van SNS Bank werden weliswaar

gedeeltelijk intern gefinancierd (intercompany leningen), hetgeen bij een enkelvoudige afwikkeling uiteraard wel apart en per entiteit afgehandeld moet worden, maar deze intercompany leningen leveren vanaf faillissementsdatum in de regel geen rente meer op door het ingetreden faillissement (van de moeder en al haar dochterbedrijven). Op het niveau van de moeder vallen deze inter-company leningen weg, waardoor zij geen invloed kunnen hebben op de waarde van aldaar te waarderen schuldtitels. Slechts op het niveau van individuele dochters kunnen externe schuldeisers een mogelijk voordeel ontlenen aan het feit dat zij mogelijkerwijs meer dan gemiddeld gefinancierd waren door interne schulden. Echter, dit voordeel valt weg binnen de moeder uit hoofde van de consolidatie;

2. Concurrente schulden in het ene dochterbedrijf worden mogelijk sneller afgelost dan soortgelijke schulden in het andere, waardoor de ene dochter sneller en mogelijkerwijs met een positiever resultaat afgewikkeld wordt dan de andere, doch dit heeft alleen impact op deze schulden en hun onderlinge verhouding. Met andere woorden: sommige concurrente schuldeisers zullen waarschijnlijk meer geld terugzien bij de ene dochter versus de andere, indien wordt gekozen voor een enkelvoudige benadering. Echter, voor schuldtitels bij de moeder maakt dit geen verschil. Uiteindelijk zullen zij hetzelfde resultaat zien, ongeacht de afwikkeling van het faillissement: geconsolideerd dan wel per entiteit afzonderlijk.

Tot zover een toelichting op de keuze voor een geconsolideerde afwikkeling.

Deskundigen hebben de gevolgen van een faillissement van SNS Bank nader in kaart gebracht. Daarvoor is om te beginnen, zoals curatoren in de aanvang van een faillissement conform artikel 94 Faillissementswet worden geacht te doen, een boedelbeschrijving opgesteld. Uitgangspunt van de boedelbeschrijving vormt de vennootschappelijke balans per 31 januari 2013 van SNS Bank. Deze balans is gebaseerd op de comptabele boekhouding van SNS Bank. De vennootschappelijke balans per 31 december 2012 is gebaseerd op de gecontroleerde en gepubliceerde vennootschappelijke jaarrekening van SNS Bank exclusief PF. De in de kolommen “Eliminaties” en “Liquidatiecorrecties” toegepaste aanpassingen zijn nader toegelicht in de notes onder onderstaand overzicht.

In onderstaand overzicht/boedelverslag is aansluiting gezocht tussen de balans van SNS Bank (excl. PF) per 31 december 2012 en de (vennootschappelijke) balans per 31 januari 2013 volgens het grootboek van SNS Bank. Als uitgangspunt heeft gediend dat het faillissement van PF separaat wordt afgewikkeld en dat deze afwikkeling hooguit gevolgen kan hebben voor de inbaarheid van de vordering van SNS Bank op PF; immers, SNS Bank verzorgde de financiering van de vastgoedleningen binnen PF. Zie verder par. 7.11.

Vennootschappelijke balans SNS Bank ten behoeve van de boedelbeschrijving

Vennootschappelijke balans t.b.v. het boedelverslag

EUR in Miljoenen

Ref.		31/12/2012 Vennootschappelijke jaarrekening	31/1/2013 Grootboek	Eliminaties en herrubriceringen	Liquidatie correcties & PM aanpassingen	31/1/2013 Vennootschappelijk boedelverslag
(1)	Hypothecaire vorderingen op klanten	50,627	50,279	(12,132)	(2,647)	35,500
(2)	Vorderingen op banken	9,867	9,626	-	(2,002)	7,624
(3)	Beleggingen	5,302	5,224	-	-	5,224
(4)	Overige Beleggingen	4,537	2,881	-	-	2,881
(5)	Liquide middelen	6,910	5,626	-	(0)	5,625
(6)	Derivaten	3,661	3,177	-	(3,177)	-
(7)	Materiele vaste activa	69	68	-	(10)	58
(8)	Immateriele vaste activa	98	95	-	(95)	-
(9)	Latente belastingvordering	329	333	-	(333)	-
(10)	Te ontvangen vennootschapsbelasting	114	104	-	(104)	-
(11)	Debiteuren	57	111	-	(13)	98
(12)	Te ontvangen DGS vergoeding	148	139	-	-	139
(13)	Lopende rente u/g	233	229	-	(11)	218
(14)	Te ontvangen gelden betalingsverkeer	70	591	-	(30)	561
	Totale Activa	**82,021**	**78,484**	**(12,132)**	**(8,424)**	**57,927**
(15)	Spaargelden	32,815	31,496	-	-	31,496
(16)	Schulden aan klanten	7,343	6,750	(1,743)	-	5,007
(17)	Onderhandse Leningen van Klanten	2,186	2,057	-	-	2,057
(18)	Schulden aan banken	8,691	9,103	-	-	9,103
(19)	Leningen / Schuldbewijzen	21,990	21,399	(10,821)	-	10,578
(20)	Achtergestelde leningen	820	803	(60)	-	743
(21)	Derivaten	3,599	3,178	-	(3,178)	-
(22)	Latente belastingverplichting	294	299	-	(299)	-
(23)	Te betalen gelden betalingsverkeer	729	436	-	-	436
(24)	Lopende rente spaargeld	824	213	-	-	213
(25)	Lopende rente overige schulden	335	342	-	-	342
(26)	Crediteuren	250	360	-	-	360
(27)	Overige schulden	320	190	-	-	190
(28)	Voorzieningen	73	73	-	(73)	-
(29)	Voorzieningen liquidatieverliezen	-	-	-	720	720
	Totale Passiva	**80,270**	**76,698**	**(12,624)**	**(2,830)**	**61,244**
(30)	Eigen vermogen	1,750	1,785	493	(5,594)	(3,316)
	Totale Eigen Vermogen & Passiva	**82,021**	**78,484**	**(12,132)**	**(8,424)**	**57,927**

Toelichting vennootschappelijke balans per 31 januari 2013 t.b.v. de boedelbeschrijving

De aanpassingen op de vennootschappelijke balans per 31 januari 2013 zijn onder te verdelen in twee categorieën:

- Eliminaties en herrubriceringen: voor een toelichting wordt verwezen naar de balansposten "*Hypothecaire vorderingen op klanten*", "*Vorderingen op banken*", "*Beleggingen*", "*Liquide middelen*", "*Debiteuren*", "*Schulden aan klanten*", "*Onderhandse leningen aan klanten*", "*Leningen / Schuldbewijzen*" en "*Achtergestelde Leningen*".
- Liquidatiecorrecties: voor specifieke activa en passiva zijn inschattingen gemaakt van minimaal te verwachten afwaarderingen.

Alvorens de verschillende balansposten zullen worden toegelicht, worden eerst de vorderingen op en schulden aan SNSR ("intercompany-verhoudingen") toegelicht, alsook de wijze waarop deze worden meegenomen in de boedelbeschrijving. Onderstaand zijn deze vorderingen op en schulden aan SNSR uitgesplitst:

Intercompany Vorderingen / Schulden

Vorderingen op SNS REAAL	**1/31/2013**
Schuldbewijzen	131
Rekening-Courant	4
Overige Passiva	22
Totale Vorderingen	**157**

Schulden aan SNS REAAL	
Derivaten	32
Rekening-Courant	2
Kasgeldleningen	48
Schuld aan SNS REAAL	40
Totale Schulden	**123**

Deze vorderingen en schulden zijn, zoals onderstaand beschreven, aan de verschillende balansposten gealloceerd en worden onder de betreffende balanspost nader toegelicht:

- Schuldbewijzen betreffen € 131 mio EMTN's uitgegeven door SNSR en gehouden door SNS Bank. Aangenomen is dat deze schuldbewijzen zijn verantwoord onder "Beleggingen".
- Rekening-Courant groepsmaatschappijen, zowel vordering als schuld, alsook kasgeldleningen worden verondersteld te zijn verantwoord onder "Liquide middelen". Per saldo betekent dit € 46 mio (4 minus 2 minus 48) aan negatieve liquide middelen.
- Overige Passiva worden verondersteld te zijn verantwoord onder "Debiteuren".
- Derivaten zijn verantwoord onder "Derivaten".
- Schuld aan SNSR betreft een achtergestelde lening uitgegeven door SNS Bank en gehouden door SNSR.

De intercompany derivaten vormen onderdeel van de gehele derivatenpositie van SNS Bank en worden als onderdeel van deze balanspost meegenomen in het boedelverslag. Na de correctie voor de derivaten resteert daarmee per saldo een netto vordering van SNS Bank op SNSR van € 66 mio (€ 157 mio minus € 91 mio).

Onderstaand worden de aanpassingen van deskundigen op de vennootschappelijke balans per 31 januari 2013 per balanspost nader toegelicht (de nummering verwijst naar de betreffende balansposten in bovenstaande balans), resulterend in een vennootschappelijke balans ten behoeve van het boedelverslag:

1) Ten aanzien van de hypothecaire vorderingen op klanten zijn de volgende aanpassingen doorgevoerd:
   - De gesecuritiseerde hypotheken, waarvan de Notes van de SPVs in handen zijn van derden, zijn geëlimineerd oftewel off-balance gebracht (€ 10,389 mrd; vergelijkbaar met € 10,474 mrd per eind 2012, zoals eerder beschreven);
   - De stortingen met betrekking tot de spaarhypotheken en hypotheekdepots ("Schulden aan klanten") zijn gesaldeerd met de bijbehorende hypotheken (€ 1,743 mrd);
   - Er is een eenmalige afboeking (impairment) op de hypotheekportefeuille van € 1,264 mrd doorgevoerd. Deze afboeking is gebaseerd op een geschatte afboeking van 50 basispunten per jaar over een periode van tien jaar, resulterend in een eenmalige afboeking van 331 basispunten, waarbij de aanname is (zie later in dit hoofdstuk) dat elk jaar 7,5% van de oorspronkelijke portefeuille wordt afgelost[115]. De afboeking van 50 basispunten op jaarbasis wordt nader gemotiveerd in Hoofdstuk 4.2.1 van dit rapport, waarin de kwaliteit van de hypotheekportefeuille gedetailleerd in kaart wordt gebracht.
   - De voorgaande aanpassingen tezamen leiden tot een totale resterende omvang aan hypothecaire vorderingen van ongeveer € 37 mrd.
   - Op basis van de eigen analyse alsook op basis van de bevindingen van OSIS komen deskundigen tot de conclusie, dat bij SNS Bank het voorzieningenniveau (42 bp per jaareinde 2012) ruim voldoende was, mede gezien het feit dat dit fors hoger was dan bij de drie andere grootbanken, terwijl de kwaliteit van de portefeuille grosso modo vergelijkbaar was.
   - Desondanks zijn deskundigen in hun aannames voor het run-off scenario in een faillissementssituatie uit oogpunt van prudentie uitgegaan van een jaarlijkse toevoeging aan de voorziening die een stuk hoger ligt dan normaal (ca. 30 bp in 2012, hetgeen historisch al een hoge dotatie aan de voorziening was), namelijk van 50 bp per jaar. Terwijl daarenboven, zoals onderstaand geschetst, is aangenomen dat ná verloop van tien jaar in de run-off de dan nog resterende portefeuille (van ongeveer 25% van het oorspronkelijke totaal oftewel ca. € 9,2 mrd) met een discount van 15% zou zijn verkocht. In totaal komen de door deskundigen getroffen voorzieningen daarmee op € 2,647 mrd, bestaande uit

[115] Op basis van een aflossing telkens per jaareinde ontstaat dan een totale afboeking van 50 + 0.925*50 + 0.85*50 + ... + 0.325*50 = 331 bp. Om heel precies te zijn, zou deze cumulatieve afboeking eigenlijk 6 bp lager moeten zijn indien rekening wordt gehouden met 50 bp per jaar na aflossing.

10 jaar toevoegingen van 50 bp per jaar, belopend in totaal € 1,264 mrd te vermeerderen met de hiervoor beschreven 15% discount ad € 1,383 mrd bij verkoop van de ná tien jaar nog resterende portefeuille. Dit brengt het totaal percentage aan voorzieningen op 6,9%. Met de aldus getroffen voorzieningen worden naar het oordeel van deskundigen mogelijke verliesrisico's op deze portefeuille van hypothecaire vorderingen in de toekomst ruim voldoende en adequaat afgedekt.

- Met de hiervoor geschetste aannames hebben deskundigen uit oogpunt van prudentie rekening willen houden met mogelijk negatieve gevolgen van faillissement voor het betaalgedrag van klanten, hoewel het faillissement van DSB-bank duidelijk laat zien, dat klanten gewoon blijven betalen, mits uiteraard de inning van de gelden via een professionele organisatie plaatsvindt. Daarbij zij ten overvloede nog opgemerkt dat de kwaliteit van de hypothekenportefeuille van DSB significant slechter was en speelde bij DSB Bank nog de extra problematiek van de zorgplicht, onder meer in verband met de verkoop van vele verzekeringen, die gekoppeld waren aan de afsluiting van hypotheken en andere leningen, zoals consumptief krediet.
- Zoals hiervoor beschreven vindt naast de jaarlijkse toevoeging van 50 bp. een extra afboeking op de hypotheekportefeuille plaats van € 1,383 mrd die verband houdt met het verwachte verlies, indien na 10 jaar de dan nog resterende hypotheekportefeuille tegen een korting van ca. 15% wordt verkocht. Voor een nadere detaillering wordt verwezen naar de beschrijving van het "run-off"-scenario. Voor de volledigheid wordt hier reeds vermeld, dat in het onder deze toelichting van de balans nader uitgewerkte "run-off" scenario zelf dit verlies eerst na 10 jaar wordt genomen om redenen dat aangenomen wordt, dat gedurende de eerste tien jaar boven de geschatte afboekingen van 50 basispunten geen extra voorziening nodig is. Eerst in het jaar van verkoop van de dan nog resterende portefeuille wordt deze voorziening additioneel genomen. Ook hier willen deskundigen toevoegen en herhalen dat de verkoopdiscount van 15% prudent is; bovendien is het op dat moment aan curatoren of zij de run-off nog één of enkele jaren voortzetten dan wel overgaan tot gehele verkoop van de resterende portefeuille aan hypothecaire vorderingen. Bij deze afweging zal onder andere meespelen dat een hogere benodigde afboeking bij verkoop de kans op één of enkele jaren extra run-off alleen maar vergroot[116].

2) De vorderingen op banken hebben grosso modo voor de helft betrekking op direct opeisbare leningen en voor de helft op leningen met een looptijd langer dan drie maanden, waarvan het grootste deel langer dan vijf jaar is. Deze post is inclusief de leningen aan Property Finance, ter grootte van € 7,95 mrd (voor impairment) en ca. € 1,6 mrd aan onderhandse leningen aan andere banken. Er is rekening gehouden met een additionele afboeking van € 2,002 mrd m.b.t. de vorderingen op Property Finance ten opzichte van de balans per 31 januari 2013. Deze afboeking is als volgt tot stand gekomen:
    - SNS Bank is (in haar jaarverslag 2012) uitgegaan van een totale afboeking van € 2,8 mrd uitgaande van de boekwaarde per 30 juni 2012. In de tweede helft van 2012 heeft er een afboeking van € 776 mio plaatsgevonden. Per saldo resteert er nog een afboeking van € 2,024 mrd ultimo 2012 volgens het jaarverslag;
    - Als eerder reeds uitvoerig gememoreerd (zie Hoofdstuk 4.2.2), deskundigen schatten in dat een afboeking van € 2,4 mrd per 30 juni 2012 toereikend en adequaat is. Per saldo betekent dit een afboeking van € 1,624 mrd per ultimo 2012.
    - SNS Bank heeft met betrekking tot de vorderingen op Property Finance over januari 2013 een bijzondere waardevermindering meegenomen van € 33,8 mio. Per einde januari 2013 resteert derhalve een totale afboeking van € 1,590 mrd.

[116] Daarnaast speelt uiteraard ook mee dat een extra jaar run-off weliswaar weer meer rente-opbrengsten oplevert, doch ook meer (later) verschuldigde rente aan de schuldenaren met zich meebrengt. In eerste instantie gaat het curatoren echter om het veilig stellen van de aflossing van de nominale waarde van de schulden.

- Tenslotte is ook nog een bedrag van € 412 mio afgeboekt op de leningen van SNS Bank aan PF, zijnde het negatieve eigen vermogen van Property Finance per eind 2012.
- De totale afboeking wordt dan € 2,002 mrd en deze is verantwoord onder liquidatiecorrecties.

3) De beleggingen betreffen in hoofdzaak verschillende soorten obligaties, waarvan het grootste deel staatsobligaties betreft. Aangenomen is dat ongeveer € 131 mio betrekking heeft op schuldbewijzen uit hoofde van het EMTN-programma van SNSR, welke gehouden worden door SNS Bank.

4) De overige beleggingen bestaan voornamelijk uit kredieten aan de overheid (€ 1,052 mrd), zakelijke onderhandse leningen (€ 1,403 mrd) en zakelijke kasgeldleningen (€ 507 mio).

5) De liquide middelen bestaan voornamelijk uit middelen welke uitstaan bij DNB via de bancaire rekening-courant faciliteit (€ 4,667 mrd). Overige liquide middelen hebben betrekking op contanten (bijv. in geldautomaten en contanten gehouden door bankfilialen), als ook liquide middelen gehouden op rekening-courant rekeningen bij andere banken.

6) De derivaten aan de activazijde kunnen als volgt worden opgedeeld:

Derivaten - Activa

EUR in Miljoenen

	1/31/2013
IRS	2,956
CCIRS	91
Opties	61
FRAs	0
FX	68
Derivaten - Activa	**3,177**

Onder verwijzing naar Hoofdstuk 4.2.1 over de waardering van derivatenposities, wordt rekening gehouden met het automatisch contractueel beëindigen of opzeggen door swap tegenpartijen van derivaten op basis van de geldende ISDA en CSA-contracten. De curator kan in een later stadium besluiten voor bepaalde posities weer swaps af te sluiten, maar strikt noodzakelijk is dat niet, afhankelijk van markt- en renteverwachtingen tijdens de afwikkeling. De macro- en micro-hedges zullen aan beide kanten (assets en liabilities) vrijwel direct komen te vervallen. Voor de SPV-swaps, die verbonden zijn aan de securitisatieprogramma's, wordt gerekend met een herstructureringsperiode van maximaal 6 maanden, die tot gevolg heeft dat gedurende die periode geen rente vanuit de SPVs wordt ontvangen. De SPV-swaps worden beëindigd, nieuwe SPV-swaps worden afgesloten met behulp van een garantiefaciliteit van de drie grootbanken, zo is de aanname van deskundigen op basis van ervaringen op dit vlak bij DSB Bank[117].
Voor de uitstaande derivatenposities (zowel op de activa als de passiva zijde van de balans) wordt verondersteld dat deze tegen de boekwaarde (welke wordt verondersteld gelijk te zijn aan de marktwaarde) minus bepaalde spreads (mogelijk verschil in waardering per derivaat tussen SNS Bank en haar tegenpartij) kunnen worden gesettled.
Het voorgaande leidt tot de volgende te nemen voorzieningen (voor deze spreads en de kosten van de noodzakelijke garantiefaciliteit):

[117] Deze garantiefaciliteit is noodzakelijk om dat de rating van een bank in faillissement onvoldoende hoog is om een swappositie in te nemen. De drie grootbanken zullen deze faciliteit met name bieden uit eigen belang: immers, zonder de mogelijkheid van deze swap zullen de rente-inkomsten uit de SPVs worden misgelopen voor een langere periode dan 6 maanden en hiermee wordt de kans op grotere kosten uit hoofde van het DGS voor deze banken alleen maar groter.

- € 37 mio kosten voor de beëindiging van de macro- en micro-hedges (10 bp per jaar over € 5,257 mrd over 7 jaar resterende looptijd tot call datum = € 37 mio)
- € 10,5 mio kosten voor de beëindiging van de SPV-swaps (10 bp over € 1,484 mrd over 7 jaar resterende looptijd tot call datum = € 10,5 mio)
- € 15,6 mio kosten als garantie fee voor drie GBs als swap garantiebanken (15 bp per jaar over € 1,484 mrd over 7 jaar = € 15,6 mio)

Bovendien wordt zoals aangegeven een half jaar rente-inkomsten vanuit de SPVs misgelopen neerkomend op € 234 mio gemiste rente over de ingeschatte tijd van 6 maanden, waarbinnen door de curator met de swap-banken (tegenpartijen) van de SPV-swaps overeenstemming wordt bereikt (gemiddelde coupon van ca. 4,5% per jaar over € 10,389 mrd securitisaties niet op eigen boek, gedurende 6 maanden is € 234 mio).

7) De materiële vaste activa hebben voornamelijk betrekking op terreinen en gebouwen in eigen gebruik, als ook op kantoorinventaris. Voor de materiële vaste activa is een voorzieningspercentage van 15% opgenomen. Aangenomen is dat de materiële vaste activa in 2014, derhalve binnen twee jaar, te gelde worden gemaakt voor de boekwaarde minus deze 15%.

8) De immateriële vaste activa hebben voornamelijk betrekking op software en geactiveerde ontwikkelingskosten (€ 16 mio), goodwill (€ 66 mio) en overige immateriële activa (€ 13 mio). Het is de verwachting dat alle immateriële activa geen waarde meer vertegenwoordigen, reden waarom hiervoor een liquidatiecorrectie is opgenomen van € 95 mio.

9) Gezien het veronderstelde faillissement van SNS Bank wordt voorzichtigheidshalve de volledige latente belastingvordering (€ 333 mio) afgeschreven, althans verrekend met de latente belastingverplichting (€ 299 mio).

10) Voorzichtigheidshalve wordt aangenomen dat het volledige bedrag aan te ontvangen vennootschaps-belasting niet geïnd zal worden. Derhalve is er een liquidatiecorrectie opgenomen ter grootte van het totale bedrag van € 104 mio.

11) De debiteuren hebben voornamelijk betrekking op diverse, externe handelsdebiteuren en voor € 22 mio op intercompany debiteuren. Voor de niet-intercompany gerelateerde debiteuren is in de kolom liquidatiecorrecties een voorzieningspercentage van 15% opgenomen. De debiteuren zullen naar inschatting in de loop van 2013 geïnd kunnen worden.

12) De DGS-vergoeding heeft betrekking op het door SNS Bank onder de Deposito Garantieregeling aan DNB betaalde voorschot van € 139 mio voor haar aandeel in het faillissement van DSB Bank. Het is de verwachting dat de volledige te vorderen DGS-vergoeding terugbetaald zal worden. Aangenomen is dat dit via tussentijdse uitdelingen zal geschieden over een periode van zes jaar.

13) De lopende rente betreft te ontvangen rente op voornamelijk de hypotheken (€ 180 mio) en op de onderhandse leningen aan klanten (€ 46 mio). Voor deze lopende rente is in de kolom liquidatiecorrecties voorzichtigheidshalve een voorzieningspercentage van 5% opgenomen. De lopende rente zal naar inschatting in de loop van 2013 geïnd kunnen worden.

14) Deze post heeft voornamelijk betrekking op te ontvangen gelden m.b.t. het betalingsverkeer. Hierbij heeft SNS Bank een vordering op verschillende banken vanwege te ontvangen bedragen van haar rekeninghouders, waarbij de betalingen nog niet zijn doorgevoerd. Voor deze vorderingen is in de kolom

liquidatiecorrecties een voorzieningspercentage van 5% opgenomen. Deze post zal naar inschatting in de loop van 2013 geïnd kunnen worden.

15) Aangenomen is (op grond van interne informatie van SNS Bank per ultimo november 2012) dat het spaargeld alsmede de schulden aan klanten tot in totaal ten belope van ca. € 30,5 mrd onder het depositogarantiestelsel zal vallen en door DNB in het kader van het DGS aan de spaarders/klanten zal worden uitgekeerd. DNB heeft aldus een regresvordering op SNS Bank gekregen ter hoogte van de uitbetaalde gelden. Dit laat onverlet dat het totaal van de spaargelden en schulden aan klanten € 36,5 mrd bedraagt.

16) De schulden aan klanten kunnen als volgt worden uitgesplitst:

Schulden aan klanten

EUR in Miljoenen

	1/31/2013
Rekening Courant tegoeden van Klanten	5,007
Hypotheekdepots van Klanten	1,743
Schulden aan klanten	**6,750**

Om tot een zo correct mogelijke boedelbeschrijving te komen, is de volgende aanpassing toegepast:

- Er zijn voor € 1,743 mrd aan depots & spaardelen m.b.t. de uitstaande hypotheken gesaldeerd met de hypotheken aan de actiefzijde van de balans, aangezien deze depots & spaardelen kunnen worden verrekend met de uitstaande hypotheken. Zie toelichting op balanspost 1.

17) De onderhandse leningen van klanten betreffen langlopende schulden.

18) De schulden aan banken kunnen als volgt worden uitgesplitst:

Schulden aan banken

EUR in Miljoenen

	1/31/2013
Onderhandse Leningen bij Kredietinstellingen	1,840
Totaal Deposito's van Kredietinstellingen	5,504
Overige Kredieten bij Kredietinstellingen	134
Totale Rekeningcourant bij Kredietinstellingen	894
Repo's bij Kredietinstellingen	726
Intercompany Schuld aan Property Finance	5
Schulden aan banken	**9,103**

Ten gunste van de LTRO-leningen (ca. € 5,5 mrd) werden pandrechten op activa (waaronder hypotheekportefeuilles) gevestigd.

19) De leningen / schuldbewijzen kunnen als volgt worden uitgesplitst:

Leningen / Schuldbewijzen

EUR in Miljoenen

	1/31/2013
Obligaties	10,968
Securitisaties	10,389
Spaarcertificaten	0
Certificates of Deposit	42
Leningen / Schuldbewijzen	**21,399**

De obligaties bevatten tevens de Covered Bonds (€ 4,4 mrd). Ten gunste van deze Covered Bonds werden pandrechten op activa (waaronder hypotheekportefeuilles) verleend. De overige obligaties bestaan voornamelijk uit uitgegeven schuldbewijzen onder het EMTN-programma.

De, in het kader van de boedelbeschrijving doorgevoerde herrubricering ad € 10,821 mrd, kan als volgt nader worden gespecificeerd:

- De securitisaties, waarvan de Notes van de SPVs in handen zijn van derden, zijn geëlimineerd (€ 10,389 mrd). Een aanpassing met dezelfde omvang heeft aan de activazijde van de balans ("Hypothecaire vorderingen op klanten") plaatsgevonden.
- Een neerwaartse correctie is opgenomen m.b.t. het verschil tussen de hoofdsom (nominale waarde) en de reële waarde van de leningen. De nominale waarde is € 433 mio lager dan de reële waarde van € 10,968 mrd.

20) De achtergestelde leningen kunnen als volgt worden uitgesplitst:

Achtergestelde Schulden

EUR in Miljoenen

	1/31/2013
Participatiecertificaten	57
Achtergestelde obligaties	695
Achtergestelde, onderhandse leningen	52
Achtergestelde schulden	**803**

Op de achtergestelde schulden hebben de volgende correcties plaatsgevonden:

- Zoals aangegeven bij de intercompany-verhoudingen is bij de achtergestelde schulden een achtergestelde lening van € 40 mio verstrekt door SNSR inbegrepen.
- Een neerwaartse correctie is opgenomen m.b.t. het verschil tussen de hoofdsom (nominale waarde) en de reële waarde van de achtergestelde obligaties. De nominale waarde is € 60 mio lager dan de reële waarde van € 695 mio, waardoor per saldo een nominale waarde van € 635 mio resteert aan achtergestelde obligaties.

21) De derivaten aan de passivazijde kunnen als volgt worden opgedeeld:

Derivaten - Passiva

EUR in Miljoenen

	1/31/2013
IRS	3,074
CCIRS	54
Opties	6
FRA's	0
FX	43
Derivaten - Passiva	**3,178**

De derivatenpositie wordt verondersteld tegen de boekwaarde te kunnen worden gesettled. Voor verdere informatie over de afwikkeling van de derivatenpositie, zie de toelichting bij balanspost 6.

22) Consistent met de afschrijving van de latente belastingvordering, ad € 333 mio (zie balanspost 9), wordt de volledige latente belastingverplichting (€ 299 mio) afgeschreven. Er is uitgegaan van verrekening van deze post met de belastingvordering.

23) De te betalen gelden betalingsverkeer hebben betrekking op vorderingen van andere banken/ financiële instellingen op SNS Bank, vanwege het feit dat deze instellingen of rekeninghouders bij deze banken vorderingen hebben op rekeninghouders van SNS Bank.

24) De lopende rente spaargeld heeft betrekking op de lopende rente welke SNS Bank verschuldigd is aan haar spaarrekeninghouders.

25) De lopende rente overige schulden heeft betrekking op de verschuldigde rente aan overige lening-verstrekkers aan SNS Bank.

26) De crediteuren hebben voornamelijk betrekking op handelscrediteuren en bestaan ook voor een gedeelte uit vooruitontvangen bedragen.

27) De overige schulden betreffen kortlopende schulden. Per 31 januari zijn deze overige schulden als sluitpost gehanteerd voor de totale schulden, als gevolg van verschillende eliminaties en kruisposten die niet volledig getraceerd kunnen worden naar de onderliggende balansposten.

28) De voorzieningen hebben voornamelijk betrekking op reorganisatievoorzieningen. In verband met het veronderstelde faillissement kan deze voorziening komen te vervallen en treedt de liquidatievoorziening hiervoor in de plaats.

29) Aan de actiefzijde zijn in de kolom Liquidatiecorrecties afwaarderingen op specifieke activa opgenomen. De liquidatieverliezenvoorziening heeft onder meer betrekking op eventuele verdere afboekingen op activa, op mogelijk te verwachten (fiscale) claims, op de te maken afwikkelingskosten, waaronder alle kosten verbonden aan collectief ontslag van personeel, kosten boedelpersoneel, in te huren externe adviseurs, kosten van curatoren en hun teams, huurkosten en eventuele overige operationele kosten. Het bedrag van de liquidatieverliezen voorzieningen ad € 720 mio kan als volgt nader worden gespecificeerd:
    - € 63 mio verband houdend met de afwikkeling van de derivaten;
    - € 16 mio kosten collectief ontslag personeel;
    - € 641 mio beheerskosten.

    Ongeveer € 16 mio heeft betrekking op kosten collectief ontslag, gespecificeerd als volgt: Aangenomen is dat van de 2236 werknemers ca. 1836 werknemers collectief zouden zijn ontslagen en ca. 400 werknemers als boedelpersoneel voor de bank vooralsnog in dienst zouden zijn gebleven. Uitgaande van een opzegtermijn van gemiddeld 5 weken en een gemiddeld bruto weeksalaris van € 1.625 (op basis van € 84.500 bruto per jaar incl. alle emolumenten en kosten) zou dit geresulteerd hebben in een totaal van ca. € 16 mio (inclusief € 1 mio onvoorzien) aan collectief ontslagkosten. Daarnaast heeft circa € 641 mio betrekking op voorziening beheerskosten, welke na faillissementsdatum over de looptijd (10 jaar) van de afbouw van SNS Bank gemaakt zouden zijn. Aangenomen is dat deze beheerskosten in het eerste jaar (2013) afgerond € 104 mio bedragen, gespecificeerd als volgt:

Beheerskosten

Curatoren adviseurs	17.0	
(Boedel)/personeel	33.8	(20% van personeel 2012, zijnde 400 fte maal gemiddeld EUR 84.500 bruto)
Huisvesting	6.0	(20% van de huisvestingskosten 2012 ad EUR 30 miljoen)
Inhuur arbeids- en managementdiensten	8.5	
Mogelijke claims tegen de boedel	8.5	
Auto- en reiskosten	4.3	
IT kosten	17.0	(20% van IT kosten 2012 EUR 85 miljoen)
Onvoorzien	8.5	
Totaal (afgerond)	104	

Het totaal van de ingeschatte beheerskosten komt daarmee over 2013 neer op ca. 6,3% van de te ontvangen rente-inkomsten op de hypotheken op jaarbasis. In het run-off scenario is aangenomen, dat de beheerskosten na 2013 jaarlijks hetzelfde percentage van de rente-inkomsten bedragen.

30) Het eigen vermogen is de sluitpost van de balans en reflecteert het resultaat van de eliminaties en liquidatiecorrecties. Het eigen vermogen daalt van € 1,785 mrd positief naar negatief € 3,316 mrd (oftewel € 5,1 mrd), hetgeen voornamelijk veroorzaakt wordt door de afboeking van € 2,002 mrd m.b.t. te verwachten verliezen bij Property Finance, de afboeking van de hypotheekportefeuille van € 1,264 mrd (voor verwachte jaarlijkse impairments), de voorziening met betrekking tot het verwachte verlies op de verkoop van de resterende hypotheekportefeuille na 10 jaar van € 1,383 mrd en de voorziening liquidatieverliezen van € 720 mio. Daartegenover staat echter een stijging van het eigen vermogen met bijna € 500 mio, vanwege de nominale waarde van schulden die ongeveer dit bedrag lager is dan de reële waarde van deze schulden, zoals in de boeken stond per 31 januari 2013.

Addendum Stand boedel ná eerste tussentijdse uitdeling

Stand boedel ná eerste uitdeling

Ref.		31/1/2013 Vennootschappelijk boedelverslag	Kasstroom 2013	Voor Directe Uitdeling Beschikbaar	Eerste Uitdeling Hoofdsom Pandhouders	Eerste Uitdeling na Pandhouders	Stand boedel ná eerste uitdeling
(1)	Hypothecaire vorderingen op klanten	35,500	(2,531)	-	-	-	32,969
(2)	Vorderingen op banken	7,624	(698)	-	-	-	6,926
(3)	Beleggingen	5,224	(5,093)	-	-	-	131
(4)	Overige Beleggingen	2,881	(2,881)	-	-	-	-
(5)	Liquide middelen	5,625	13,182	(18,421)	-	-	386
(6)	Derivaten	-	-	-	-	-	-
(7)	Materiele vaste activa	58	-	-	-	-	58
(8)	Immateriele vaste activa	-	-	-	-	-	-
(9)	Latente belastingvordering	-	-	-	-	-	-
(10)	Te ontvangen vennootschapsbelasting	-	-	-	-	-	-
(11)	Debiteuren	98	(76)	-	-	-	22
(12)	Te ontvangen DGS vergoeding	139	(23)	-	-	-	116
(13)	Lopende rente u/g	218	(218)	-	-	-	-
(14)	Te ontvangen gelden betalingsverkeer	561	(561)	-	-	-	-
	Totale Activa	**57,927**	**1,102**	**(18,421)**	**-**	**-**	**40,608**
(15)	Spaargelden	31,496	-	-	-	(5,051)	26,445
(16)	Schulden aan klanten	5,007	-	-	-	(803)	4,204
(17)	Onderhandse Leningen van Klanten	2,057	-	-	-	(330)	1,727
(18)	Schulden aan banken	9,103	390	-	(5,890)	(578)	3,025
(19)	Leningen / Schuldbewijzen	10,578	132	-	(4,532)	(991)	5,187
(20)	Achtergestelde leningen	743	-	-	-	-	743
(21)	Derivaten	-	-	-	-	-	-
(22)	Latente belastingverplichting	-	-	-	-	-	-
(23)	Te betalen gelden betalingsverkeer	436	-	-	-	(70)	366
(24)	Lopende rente spaargeld	213	-	-	-	(34)	179
(25)	Lopende rente overige schulden	342	-	-	-	(55)	287
(26)	Crediteuren	360	-	-	-	(58)	303
(27)	Overige schulden	190	-	-	-	(30)	160
(28)	Voorzieningen	-	-	-	-	-	-
(29)	Voorzieningen liquidatieverliezen	720	(183)	-	-	-	537
	Totale Passiva	**61,244**	**339**	**-**	**(10,422)**	**(7,999)**	**43,162**
(30)	Eigen vermogen	(3,316)	763	(18,421)	10,422	7,999	(2,554)
	Totale Eigen Vermogen & Passiva	**57,927**	**1,102**	**(18,421)**	**-**	**-**	**40,608**

De bovenstaande tabel schetst de stand van de boedel na de eerste uitdeling, ervan uitgaande dat curatoren een deel van het liquide boedelactief aan het einde van 2013 aan de schuldeisers zouden hebben uitgekeerd. Het volgende kan opgemerkt worden over de stand van de boedel, de kasstroom over de laatste 11 maanden van 2013 (februari tot en met december) en de eerste uitdeling:

Kasstroom 2013 (11 maanden)	
Rente inkomsten	1,519
Aflossing hypotheken	2,531
Aflossing vorderingen op banken	698
Correctie gemiste rente SPVs	(234)
Afwikkelingskosten derivaten	(63)
Kosten collectief ontslag	(16)
Beheerskosten	(104)
Operationele kasstroom	4,331
Inhouding eerste uitdeling	(433)
Beschikbare operationele kasstroom	3,898
Opbrengst beleggingen	7,973
Opbrengst overige activa	878
Aanwezige liquide middelen (31/1/13)	5,672
	14,524
Totaal beschikbaar voor directe uitbetaling	18,421

- Aangezien aangenomen wordt dat de eerste uitdeling aan het einde van 2013 plaatsvindt, wordt een gedeelte van de over 2013 te genereren operationele kasstroom, bestaande uit ontvangen rente en aflossingen en kosten, meegenomen in de eerste uitdeling. De totale operationele kasstroom bedraagt € 4,331 mrd. Hiervan wordt aangenomen dat 90% derhalve € 3,898 mrd wordt aangewend in de eerste uitdeling. Het restant van de kasstroom 2013 ad € 433 mio zal worden gereserveerd voor eventuele faillissementskosten en thans nog onbekende preferente schulden waarna het ná aftrek van deze kosten nog resterende bedrag pas aan het einde van 2014 zal worden uitgedeeld;
- Aangenomen is dat de liquide middelen, beleggingen en overige activa ad in totaal € 14,524 mrd vrij snel nà faillissement tegelde gemaakt kunnen worden, waardoor de aldus vrijgekomen gelden voor eerste tussentijdse uitdeling beschikbaar zijn per einde 2013. Dit brengt het totale bedrag beschikbaar voor eerste uitdeling op € 18,421 mrd;
- Voordat er een eerste tussentijdse pro-rata uitdeling plaatsvindt aan de concurrente schuldeisers, zullen de vorderingen van de pandhouders (separatisten) voldaan moeten worden. Deze vorderingen bestaan uit (i) de hoofdsom van de LTRO-leningen van de ECB ter grootte van € 5,5 mrd en opgebouwde rente over 2013 van € 390 mio en (ii) de covered bonds welke onder het garantieschema vallen ter waarde van € 4,4 mrd te vermeerderen met opgebouwde rente over 2013 van € 132 mio. De totale uitkering aan de pandhouders bedraagt daarmee € 10,422 mrd;
- Na aftrek van de € 10,422 mrd resteert € 7,999 mrd, welk bedrag pro-rata tussentijds uitgekeerd kan worden aan de concurrente schuldeisers, beschreven in posten 15, 16, 17, 18, 19, 23, 24, 25, 26 en 27. Gelden bestemd voor boedelvorderingen en/of andere preferente vorderingen, waaronder achterstallig salaris, vorderingen fiscus en bedrijfsvereniging en faillissementskosten kunnen zonodig betaald worden uit de overgebleven € 433 mio van de inkomende kasstroom over 2013 (die zich vertaalt in een kaspositie van € 386 mio; € 433 mio bruto kas minus € 46 mio intercompany rekening courant schuld).

7.7 Ontwikkeling balans SNS Bank 2013 t/m 2022 in run-off scenario

Balans

	Boedel-balans	Correcties op Boedel-balans	Start Balans Run-off	Balans na Eerste Uitdeling	Eindigend Op December 31,									Eindigend Op Januari 31
	2013		2013	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Hypotheken	35,500	1,383	36,883	34,352	31,586	28,819	26,053	23,287	20,521	17,755	14,988	12,222	9,456	-
Vorderingen op Banken	7,624	-	7,624	6,926	6,164	5,401	4,639	3,877	3,114	2,352	1,589	827	65	-
Beleggingen	5,224	(131)	5,093	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Overige Beleggingen	2,881	-	2,881	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Liquide Middelen	5,625	47	5,672	433	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Derivaten - Activa	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Materiele Vaste Activa	58	-	58	58	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Immateriele Vaste Activa	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Latente Belastingvordering	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Te ontvangen Vennootschapsbelasting	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Debiteuren	98	(22)	76	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Te ontvangen DGS vergoeding	139	-	139	116	93	70	46	23	-	-	-	-	-	-
Lopende Rente u/g	218	-	218	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Te ontvangen Gelden Betalingsverkeer	561	-	561	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Totale Activa	**57,927**	**1,277**	**59,205**	**41,885**	**37,842**	**34,291**	**30,739**	**27,187**	**23,635**	**20,107**	**16,578**	**13,049**	**9,521**	**-**
Spaargelden	31,496	-	31,496	26,445	22,998	19,951	16,992	14,117	11,323	8,621	5,994	3,437	949	-
Schulden aan Klanten	5,007	-	5,007	4,204	3,656	3,172	2,701	2,244	1,800	1,370	953	546	151	-
Onderhandse Leningen van Klanten	2,057	-	2,057	1,727	1,502	1,303	1,110	922	739	563	391	224	62	-
Schulden aan Banken	3,603	-	3,603	3,025	2,631	2,282	1,944	1,615	1,295	986	686	393	109	-
LTRO Leningen	5,500	-	5,500	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Leningen / Schuldbewijzen	6,178	-	6,178	5,187	4,511	3,913	3,333	2,769	2,221	1,691	1,176	674	186	-
Covered Bonds	4,400	-	4,400	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Te betalen gelden Betalingsverkeer	436	-	436	366	318	276	235	195	157	119	83	48	13	-
Lopende Rente Spaargeld	213	-	213	179	155	135	115	95	77	58	41	23	6	-
Lopende Rente Overige Schulden	342	-	342	287	249	216	184	153	123	94	65	37	10	-
Crediteuren	360	-	360	303	263	228	194	162	130	99	69	39	11	-
Overige Schulden	190	-	190	160	139	120	103	85	68	52	36	21	6	-
Achtergestelde Obligatie @ 4.238%	5	-	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	-
Achtergestelde Obligatie @ 5.750%	11	-	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	-
Achtergestelde Obligatie @ 6.625%	37	-	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37	-
Achtergestelde Obligatie @ 11.250%	320	-	320	320	320	320	320	320	320	320	320	320	320	-
Achtergestelde Obligatie @ 6.250%	262	-	262	262	262	262	262	262	262	262	262	262	262	-
Participatiecertificaten	57	-	57	57	57	57	57	57	57	57	57	57	57	-
Achtergestelde, Onderhandse Lening @ 5.250%	0	-	0.32	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-
Achtergestelde, Onderhandse Lening @ 6.830%	11	-	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	-
Achtergestelde Onderhandse Lening SNS REAAL	40	(40)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Derivaten - Passiva	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Latente Belastingverplichting	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Voorzieningen	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Voorzieningen Liquidatieverliezen	720	1,383	2,103	1,920	1,825	1,740	1,665	1,598	1,539	1,489	1,447	1,412	1,385	-
Totale Passiva	**61,244**	**1,343**	**62,587**	**44,505**	**38,950**	**34,040**	**29,278**	**24,658**	**20,175**	**15,846**	**11,643**	**7,559**	**3,591**	**-**
Eigen Vermogen	(3,316)	(66)	(3,382)	(2,619)	(1,108)	250	1,461	2,529	3,460	4,261	4,935	5,490	5,930	
Totale Eigen Vermogen & Passiva	**57,927**	**1,277**	**59,205**	**41,885**	**37,842**	**34,291**	**30,739**	**27,187**	**23,635**	**20,107**	**16,578**	**13,049**	**9,521**	**-**

Toelichting bij Ontwikkeling balans 2013-2022

- In deze balans is geen rekening gehouden met de sinds faillissementsdatum te vervallen rente op de uitstaande schulden. Deze rente is immers in het faillissement van SNS Bank niet verifieerbaar maar blijft overigens wel verschuldigd.
- Verloop hypotheken: in lijn met het in het faillissement van DSB Bank aanvankelijk gebleken aflossingspatroon, is aangenomen dat jaarlijks ca. 7,5% van de beginportefeuille, als opgenomen in het boedelverslag, door de klanten wordt afgelost[118]. Deskundigen zou kunnen worden tegengeworpen dat een aflossing van 7,5%, erin resulterend dat ná verloop van tien jaar 75% van de portefeuille zou zijn afgelost, wel erg ambitieus en hoog gegrepen is. Echter indien en voor het geval de aflossingen in de praktijk lager mochten blijken, zou dit met name gevolgen hebben voor de duur van het run-off scenario en niet, althans niet substantieel, voor de uitkomst van het run-off scenario. Bovendien is de gekozen periode van 10 jaar ook weer aan te merken als relatief lang, in de wetenschap dat dit de minimaal verwachte run-off periode zal betreffen voor DSB Bank, terwijl laatstgenoemde op een aantal belangrijke punten er kwalitatief minder goed voorstond qua hypotheekportefeuille en de bijbehorende systemen voor de servicing dan SNS Bank op de peildatum. De financiële markten waren per peildatum echter zeker nog niet in meer rustig vaarwater, in vergelijking met 2009. Deskundigen zijn dus veeleer van mening dat 10 jaar relatief

[118] Deskundigen hadden ook kunnen kiezen voor een bepaald vast aflossingspercentage per jaar, toegepast op de eindstand van de portefeuille per ultimo van het jaar voordien. Dit zou zijn uitgekomen op ongeveer 13% per jaar (zogenaamde CPR, Constant Prepaiment Rate), waarna ook zo'n 25% van de oorspronkelijke portefeuile zou resteren. Bij DSB Bank run-off was dit cijfer ook ongeveer zo hoog per eind 2016. In dat geval was overigens de voorziening (eenmalige) afboeking op peildatum minder geworden dan de eerder vermelde 331 bp.

prudent is; tegelijkertijd is de aanname dat de periode van run-off altijd in combinatie moet worden gezien met de benodigde discount (al dan niet) bij verkoop van het laatste restant aan hypotheken (zie onderstaand).

- Opgemerkt wordt dat de startomvang per run-off balans nu € 1,38 mrd hoger is dan eerder gemeld in het boedelverslag, om de eenvoudige reden, dat de verwachte 15% discount op de verkoop van het restant aan hypothecaire vorderingen na 10 jaar nu nog in de voorziening liquidatieverliezen zit.
- Daarnaast zijn de intercompany verhoudingen tussen SNS Bank en SNSR geëlimineerd, voor een totaal van netto € 66 mio.
- Vorderingen op banken: dit betreft in hoofdzaak vorderingen op PF. Aangenomen wordt dat jaarlijks via tussentijdse uitdelingen in het veronderstelde faillissement van PF ca. 10% van de vorderingen, als opgenomen in het boedelverslag, door curatoren PF wordt afgelost. Zie voorts Hoofdstuk 7.11.
- De aflossingen op de uitstaande concurrente schulden geschieden via jaarlijkse tussentijdse uitdelingen uit de kasstroom, als nader gespecificeerd in het hiernavolgend kasstroomoverzicht. De achtergestelde schulden kunnen eerst in 2023 integraal worden afgelost.
- De in 2022 nog resterende Voorziening liquidatieverliezen ten belope van € 1,385 mrd kan worden aangewend om de dan nog resterende hypotheekportefeuille ad ca. € 9,221 mrd te verkopen met een korting van 15%, als ook de (beheers)kosten van € 2 mio te dekken voor 2023.

7.8 Winst- en Verliesrekening 2013 t/m 2022 in run-off scenario

Resultatenrekening

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Totaal
Rente-inkomsten van Hypotheken	1,519	1,511	1,358	1,210	1,068	931	800	675	555	440	28	10,096
Rente-inkomsten van Vorderingen op Banken	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Correctie Gemiste Rente	(234)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(234)
Totale Rente-inkomsten	**1,285**	**1,511**	**1,358**	**1,210**	**1,068**	**931**	**800**	**675**	**555**	**440**	**28**	**9,862**
Beheerskosten	(104)	(95)	(85)	(76)	(67)	(58)	(50)	(42)	(35)	(28)	(2)	(641)
% van Rente-inkomsten van Hypotheken	(6.8%)	(6.3%)	(6.3%)	(6.3%)	(6.3%)	(6.3%)	(6.3%)	(6.3%)	(6.3%)	(6.3%)	(6.3%)	(6.3%)
Liquidatiekosten	(16)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(16)
% van Rente-inkomsten van Hypotheken	(1.1%)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(0.2%)
Afwikkelingskosten Micro & Macro Hedges	(37)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(37)
% van Rente-inkomsten van Hypotheken	(2.4%)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(0.4%)
Afwikkelingskosten SPV Front- & Back-swap	(11)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(11)
% van Rente-inkomsten van Hypotheken	(0.7%)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(0.1%)
Garantiefee Front Swaps	(16)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(16)
% van Rente-inkomsten van Hypotheken	(1.0%)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(0.2%)
Hypotheek afboekingen	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
% van Rente-inkomsten van Hypotheken	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Totale Kosten	**(183)**	**(95)**	**(85)**	**(76)**	**(67)**	**(58)**	**(50)**	**(42)**	**(35)**	**(28)**	**(2)**	**(720)**
% van Rente-inkomsten van Hypotheken	(12.0%)	(6.3%)	(6.3%)	(6.3%)	(6.3%)	(6.3%)	(6.3%)	(6.3%)	(6.3%)	(6.3%)	(6.3%)	(7.1%)
Inkomsten voor Belastingen	**1,102**	**1,417**	**1,273**	**1,135**	**1,001**	**873**	**750**	**632**	**520**	**412**	**26**	**9,142**
% van Rente-inkomsten van Hypotheken	72.6%	93.7%	93.7%	93.7%	93.7%	93.7%	93.7%	93.7%	93.7%	93.7%	93.7%	90.6%
Vennootschapsbelasting	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Vennootschapsbelasting %	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nettoresultaat	**1,102**	**1,417**	**1,273**	**1,135**	**1,001**	**873**	**750**	**632**	**520**	**412**	**26**	**9,142**
% van Rente-inkomsten van Hypotheken	72.6%	93.7%	93.7%	93.7%	93.7%	93.7%	93.7%	93.7%	93.7%	93.7%	93.7%	90.6%

Toelichting bij resultatenrekening

- Rente-inkomsten: aangenomen wordt dat in de aanvang de hypotheekrente gemiddeld 4,5% bedraagt, gebaseerd op een vastrentende portefeuille (met een soortgelijke gemiddelde hypotheekrente in 2012), geleidelijk afnemend met 10 bp per jaar naar een rente van gemiddeld 3,5% per einde 2023.
- Aangenomen wordt voorts dat met betrekking tot de vorderingen op banken (lees: PF) geen rente zal worden gegenereerd, vanwege het veronderstelde faillissement van PF.
- De correctie gemiste rente is als volgt berekend:
  SNS Bank zal opnieuw moeten gaan onderhandelen met de (swap)banken over de zogenaamde back swaps van de SPVs. Aangezien dit een tijd kan duren (deskundigen nemen 6 maanden aan, mede op basis van de eerdere ervaring op dit gebied bij DSB Bank), mist SNS Bank een gedeelte van de vaste rente, welke de SPVs zouden betalen. De totale externe securitisaties (notes van de SPVs in handen van derden) van SNS Bank bedroegen € 10,389 mrd.

Gezien SNS Bank een 4,5% fixed rate zou ontvangen, komt dit neer op € 10,389 mrd * 0,5 * 4,5% = € 234 mio. Deze berekening wordt ook getoond in bovenstaand boedelverslag van SNS Bank.

- De beheerskosten zijn het eerste jaar (2013) ingeschat op € 104 mio (zie specificatie onder boedelverslag en worden in de daaropvolgende jaren ingeschat op 6,3% van de rente-inkomsten).
- De liquidatiekosten ad € 16 mio in 2013 hebben betrekking op de ingeschatte kosten van collectief ontslag.
- De afwikkelingskosten incl. garantiefees van de expirerende derivaten worden het eerste jaar (2013) ingeschat op in totaal € 63 mio.
- De totale rente-inkomsten t/m 2023 worden ingeschat op € 9,9 mrd (incl. rentecorrectie 2013). De totale kosten over deze periode worden ingeschat op € 720 mio. Het nettoresultaat over deze periode wordt daarmee ingeschat op ca. € 9,2 mrd, hetgeen significant hoog is, zoals eerder al gememoreerd. Feitelijk wordt dit totale nettoresultaat gebruikt om het ontstane fors negatieve eigen vermogen per faillissementsdatum (van € 3,3 mrd negatief) aan te vullen, waarbij zelfs nog bijna € 6 mrd resteert voor rentebetalingen op uitstaande schulden, zoals opgelopen na faillissementsdatum. Het navolgende kasstroomoverzicht geeft vervolgens het gehele beeld qua beschikbare kasstromen voor zowel aflossing van schulden als ook voor opgelopen rente nà faillissementsdatum.

7.9 Kasstroomoverzicht 2013 t/m 2022 in run-off scenario

Kasstroom Overzicht

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Totaal
Rente-inkomsten van Hypotheken	1,519	1,511	1,358	1,210	1,068	931	800	675	555	440	28	10,096
Rente-inkomsten van Vorderingen op Banken	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Correctie Gemiste Rente	(234)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(234)
Beheerskosten	(104)	(95)	(85)	(76)	(67)	(58)	(50)	(42)	(35)	(28)	(2)	(641)
Liquidatiekosten	(16)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(16)
Afwikkelingskosten Micro & Macro Hedges	(37)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(37)
Afwikkelingskosten SPV Front- & Back-swap	(11)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(11)
Garantiefee Front Swaps	(16)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(16)
Vennootschapsbelasting	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aflossing Hypotheken	2,531	2,766	2,766	2,766	2,766	2,766	2,766	2,766	2,766	2,766	235	27,662
Aflossing Vorderingen op Banken	698	762	762	762	762	762	762	762	762	762	65	7,624
Liquidatie van Beleggingen	7,973	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7,973
Liquidatie van Overige Activa	878	81	23	23	23	23	-	-	-	-	-	1,052
Liquidatie Resterende Hypotheekportefeuille	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7,838	7,838
Beschikbare Kaspositie	5,672	433	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6,105
Inhouding voor Eerste Uitdeling	(433)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(433)
Beschikbare Kasstroom voor Eerste Uitdeling	**18,421**	**5,460**	**4,825**	**4,686**	**4,553**	**4,425**	**4,279**	**4,161**	**4,048**	**3,941**	**8,164**	**66,964**
Aflossing LTRO Leningen	(5,500)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(5,500)
Betaling (Rente) LTRO Leningen	(390)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(390)
Aflossing Covered Bonds	(4,400)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(4,400)
Betaling (Rente) Covered Bonds	(132)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(132)
Aflossing Spaargeld / Concurrente Schuldeisers	(5,051)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(5,051)
Aflossing Hoofdsom Schulden aan Klanten	(803)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(803)
Aflossing Hoofdsom Onderhandse Leningen aan Klanten	(330)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(330)
Aflossing Hoofdsom Schulden aan Banken	(578)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(578)
Aflossing Hoofdsom Leningen / Schuldbewijzen	(991)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(991)
Aflossing Te betalen gelden Betalingsverkeer	(70)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(70)
Aflossing Lopende Rente Spaargeld	(34)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(34)
Aflossing Lopende Rente Overige Schulden	(55)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(55)
Aflossing Crediteuren	(58)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(58)
Aflossing Overige Schulden	(30)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(30)
Beschikbare Kasstroom ná Eerste Uitdeling	**-**	**5,460**	**4,825**	**4,686**	**4,553**	**4,425**	**4,279**	**4,161**	**4,048**	**3,941**	**8,164**	**48,542**
Aflossing Spaargelden	-	(3,447)	(3,047)	(2,959)	(2,875)	(2,794)	(2,702)	(2,627)	(2,556)	(2,488)	(949)	(26,445)
Aflossing Schulden aan Klanten	-	(548)	(484)	(470)	(457)	(444)	(429)	(418)	(406)	(396)	(151)	(4,204)
Aflossing Onderhandse Leningen van Klanten	-	(225)	(199)	(193)	(188)	(182)	(176)	(172)	(167)	(163)	(62)	(1,727)
Aflossing Schulden aan Banken	-	(394)	(349)	(339)	(329)	(320)	(309)	(301)	(292)	(285)	(109)	(3,025)
Aflossing Leningen / Schuldbewijzen	-	(676)	(598)	(580)	(564)	(548)	(530)	(515)	(501)	(488)	(186)	(5,187)
Aflossing Te betalen gelden Betalingsverkeer	-	(48)	(42)	(41)	(40)	(39)	(37)	(36)	(35)	(34)	(13)	(366)
Aflossing Lopende Rente Spaargeld	-	(23)	(21)	(20)	(19)	(19)	(18)	(18)	(17)	(17)	(6)	(179)
Aflossing Lopende Rente Overige Schulden	-	(37)	(33)	(32)	(31)	(30)	(29)	(28)	(28)	(27)	(10)	(287)
Aflossing Crediteuren	-	(39)	(35)	(34)	(33)	(32)	(31)	(30)	(29)	(28)	(11)	(303)
Aflossing Overige Schulden	-	(21)	(18)	(18)	(17)	(17)	(16)	(16)	(15)	(15)	(6)	(160)
Beschikbare Kasstroom voor Aflossing Hoofdsom Achtergestelde Schulden	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**6,661**	**6,661**
Aflossing Achtergestelde Obligatie @ 4.238%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(5)	(5)
Aflossing Achtergestelde Obligatie @ 5.750%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(11)	(11)
Aflossing Achtergestelde Obligatie @ 6.625%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(37)	(37)
Aflossing Achtergestelde Obligatie @ 11.250%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(320)	(320)
Aflossing Achtergestelde Obligatie @ 6.250%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(262)	(262)
Aflossing Participatiecertificaten	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(57)	(57)
Aflossing Achtergestelde, Onderhandse Lening @ 5.250%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(0)	(0)
Aflossing Achtergestelde, Onderhandse Lening @ 6.830%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(11)	(11)
Beschikbare Kasstroom voor Aflossing Rente op Concurrente Schulden	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**5,958**	**5,958**
Uitstaande Hoofdsom Schulden na Aflossingen	*60,484*	*37,125*	*32,300*	*27,614*	*23,060*	*18,635*	*14,357*	*10,196*	*6,147*	*2,206*	*0*	
Betaling (Rente) Spaargelden	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(2,323)	(2,323)
Betaling (Rente) Schulden aan Klanten	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(856)	(856)
Betaling (Rente) Onderhandse Leningen van Klanten	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(522)	(522)
Betaling (Rente) Schulden aan Banken	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(915)	(915)
Betaling (Rente) Leningen / Schuldbewijzen	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(989)	(989)
Betaling (Rente) Te betalen gelden Betalingsverkeer	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(111)	(111)
Betaling (Rente) Lopende Rente Spaargeld	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(16)	(16)
Betaling (Rente) Lopende Rente Overige Schulden	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(87)	(87)
Betaling (Rente) Crediteuren	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(92)	(92)
Betaling (Rente) Overige Schulden	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(48)	(48)
Beschikbare Kasstroom voor Betaling (Rente) op Achtergestelde Schulden & Dividend	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Betaling (Rente) Achtergestelde Obligatie @ 4.238%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Betaling (Rente) Achtergestelde Obligatie @ 5.750%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Betaling (Rente) Achtergestelde Obligatie @ 6.625%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Betaling (Rente) Achtergestelde Obligatie @ 11.250%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Betaling (Rente) Achtergestelde Obligatie @ 6.250%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Betaling (Rente) Participatiecertificaten	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Betaling (Rente) Achtergestelde, Onderhandse Lening @ 5.250%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Betaling (Rente) Achtergestelde, Onderhandse Lening @ 6.830%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Betaling Dividend	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Beschikbare Kasstroom voor Kaspositie Einde van de Periode	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**

Toelichting bij kasstroomoverzicht.

- De rente-inkomsten staan nader gespecificeerd in eerder geschetst overzicht resultatenrekening. Hetzelfde geldt voor de kostenposten. In januari 2023 wordt nog € 28 mio aan rente-inkomsten verwacht.
- Aflossing hypotheken: Zoals hierboven geschetst wordt in lijn met het in het faillissement van DSB Bank aanvankelijk gebleken aflossingspatroon, aangenomen dat jaarlijks ca. 7,5% van de beginportefeuille, als opgenomen in het boedelverslag, door de klanten wordt afgelost. Deskundigen zou, zoals gezegd, kunnen worden tegengeworpen dat een aflossing van 7,5%, erin resulterend dat na verloop van tien jaar 75% van de portefeuille zou zijn afgelost, wel erg ambitieus en hoog gegrepen is. Echter indien en voor het geval de aflossingen in de praktijk lager mochten blijken, zou dit met name gevolgen hebben voor de duur van het run-off scenario en niet, althans niet substantieel, voor de uitkomst van het run-off scenario. Zie voorts de hierboven onder het kopje Verloop hypotheken geschetste toelichting.
- In 2023 wordt de dan nog resterende hypotheekportefeuille (ca. 25% van het oorspronkelijke totaal) met een korting van 15% verkocht. Dit percentage is uit oogpunt van prudentie gekozen en daarom aan de hoge kant, hoewel niet vergeten moet worden dat dit resterende deel van de portefeuille nog steeds een forse omvang heeft van bijna € 9,5 mrd – de verkoop van een dergelijk blok aan leningen zal naar de mening van deskundigen gepaard moeten gaan met een bepaalde discount. In het faillissement van DSB Bank wordt een voorziening van 10% aangenomen, ondanks het feit dat het in dat faillissement deels gaat om een consumptieve portefeuille en de kwaliteit van de portefeuille aanzienlijk slechter is; echter, deze portefeuille is ook significant kleiner in omvang. Een lagere voorziening zou overigens hebben geleid tot een lagere 403 claim in het faillissement van SNSR en daarmee tot een wellicht iets hogere uitkering voor alleen de concurrente crediteuren in het faillissement van SNSR.
- Vorderingen op banken: dit betreft in hoofdzaak vorderingen op PF. Aangenomen wordt dat jaarlijks via tussentijdse uitdelingen in het veronderstelde faillissement van PF ca. 10% van de vorderingen, als opgenomen in het boedelverslag, door curatoren van PF wordt afgelost. Ingeschat wordt dat ná de initiële afboeking van € 2,4 mrd de dan nog resterende vorderingen integraal uit het faillissement zullen kunnen worden voldaan. Verwezen wordt naar Hoofdstuk 7.11 voor de uitkomsten van de afwikkeling van het faillissement van PF.
- Liquidatie van overige activa: verwezen wordt naar de toelichting bij het boedelverslag.
- Aangenomen is dat in 2023 de dan nog resterende hypotheekportefeuille ad ca. € 9,221 mrd (€ 9,456 mrd minus aflossing 2023 ad € 235 mio, zijnde de aflossing in de maand januari 2023, zodat de run-off periode exact 10 jaar heeft geduurd) met een korting van 15% wordt verkocht voor € 7,838 mrd. Dit bedrag is opgenomen in de post liquidatie resterende hypotheekportefeuille.
- De in 2013 beschikbare kaspositie wordt op een bedrag van € 433 mio na volledig uitgedeeld. Deze reservering wordt eerst in 2014 uitgekeerd. Aangenomen is dat de omvang van de ingeschatte beheerskosten (in totaal € 641 mio t/m 2023) zodanig is, dat hieruit eventueel opkomende en in de toelichting bij het boedelverslag nader gespecificeerde kosten/claims voldaan kunnen worden zodat het aanhouden van een kasreserve niet noodzakelijk wordt geacht en de jaarlijks te genereren kasstroom integraal via tussentijdse uitdelingen kan worden uitgekeerd.
- Daarmee bedraagt t/m 2023 het totaal van de voor uitdelingen beschikbare kasstroom € 66,964 mrd.

- Zoals uit het boedelverslag blijkt, wordt het totaal van uitstaande concurrente schulden ingeschat op ca. € 59,8 mrd (€ 62,6 mrd minus AGL's ad € 743 mio[119], minus voorziening liquidatieverliezen ad € 2,103 mrd, waarbij het laatste getal ook de verwachte 15% discount bij verkoop van het laatste restant hypothecaire vorderingen bevat). Het totaal van de externe achtergestelde schulden bedraagt € 703 mio (€ 743 mio minus de (als gevolg van saldering intercompany vorderingen/schulden) verrekende achtergestelde schuld aan SNSR ad € 40 mio).
- Een bedrag van € 18,421 mrd (zie eerste kolom) wordt aangewend voor een eerste uitdeling ultimo 2013 aan pandhouders en concurrente schuldeisers, waarvan € 17,899 mrd betrekking heeft op de hoofdsommen en € 522 mio betrekking heeft op de rente uit hoofde van de schulden met pandrecht (LTRO's en Covered Bonds). Pandhouders kunnen tegen vrijgave van pandrecht aanspraak maken op betaling van hun vordering inclusief vervallen rente tot het moment van betaling.

7.10 Uitkomsten run-off scenario voor schuldeisers SNS Bank.

Van de kasstroom beschikbaar ná eerste uitdeling, zijnde € 48,542 mrd wordt in totaal € 41,881 mrd uitgekeerd aan de concurrente schuldeisers uit hoofde van hoofdsom en rente tot aan faillissementsdatum. De concurrente schuldeisers ontvangen daarmede betaling van hun gehele vordering incl. rente per faillissementsdatum terug, uitgesmeerd over de periode van 10 jaar. Vervolgens resteert voor uitdeling nog een bedrag van € 6,661 mrd, mede als gevolg van de verkoop van het laatste restant hypothecaire vorderingen voor netto (na discount) € 7,838 mrd. Hiervan wordt in 2023 in totaal € 703 mio aangewend voor aflossing van de per faillissementsdatum openstaande achtergestelde schulden, waarna bij het verbindend worden van de slotuitdelingslijst in 2023 en derhalve bij beëindiging van het faillissement een boedeloverschot resteert van € 5,958 mrd. Dit boedeloverschot dient te worden aangewend om de sinds faillissementsdatum vervallen doch niet geverifieerde rente te betalen, allereerst aan de erkende concurrente crediteuren. De wijze van afwikkeling van het boedeloverschot zal in Hoofdstuk 7.12 nader worden beschreven.

7.11 Relevantie afwikkeling faillissement Property Finance voor boedel SNS Bank

Run-off Property Finance

Op basis van een door de deskundigen veronderstelde afboeking op Property Finance, € 2,4 mrd gebaseerd op de boekwaarde per 30 juni 2012, is ook een high-level run-off van Property Finance doorgerekend**.**

Uitgangspunt vormt de balans ultimo 2012, waarop de volgende aanpassingen zijn toegepast:

[119] Achtergestelde leningen van afgerond € 743 mio bestaande uit € 635 mio achtergestelde schulden, € 57 mio participatiecertificaten, € 40 mio intercompany schuld van SNS Bank aan SNS REAAL en € 12 mio achtergestelde onderhandse leningen.

PF - Balans

EUR miljoenen

	2013	Impairment (a)	Na Impairment	Afboeking (b)	Na Afboeking	Liquidatie (c)	Na Liquidatie	Aflossing ()	Openings balans
(1) Kasmiddelen	111		111		111	363	474		474
(2) Vorderingen banken	10		10		10	(10)	0		0
(3) Vorderingen klanten (vastgoed leningen)	6,531	(1,497)	5,033		5,033		5,033		5,033
(4) REO (vastgoed projecten)	415	(93)	322		322		322		322
(5) Overige activa	503		503	(151)	352	(352)	0		0
Totaal activa	7,570	(1,590)	5,980	(151)	5,829	0	5,829	0	5,829
(6) Schulden aan banken	7,896		7,896		7,896		7,896	0	7,896
(7) Overige passiva	112		112		112		112		112
Totaal passiva	8,007	0	8,007	0	8,007	0	8,007	0	8,007
(8) Eigen vermogen	(437)	(1,590)	(2,027)	(151)	(2,178)		(2,178)		(2,178)
Totaal passiva en EV	7,570	(1,590)	5,980	(151)	5,829	0	5,829	0	5,829

De aanpassingen vinden plaats in de volgende stappen:

a) Netto impairment op “Vorderingen klanten” (balanspost 3) en “REO” (de zogenaamde Property Projects, balanspost 4) van € 1,59 mrd; deze refereert aan de door deskundigen ingeschatte noodzakelijk afboeking van € 2,4 mrd (gebaseerd op de boekwaarde per 30 juni 2012) minus de afboekingen die reeds in de tweede helft 2012 en januari 2013 hebben plaatsgevonden (€ 776 mio en € 34 mio).
b) Afboeking van 30% (€ 185 mio) op “Overige activa” (verwacht verlies op deze balanspost).
c) Tegeldemaking (liquidatie opbrengst) van “Overige activa” (balanspost 5), “Vorderingen banken” (balanspost 2), met een opbrengst van € 441 mio, resulterend in een kaspositie van € 644 mio.

Het voorgaande leidt tot een (hypothetische) uitgangssituatie voor een run-off van Property Finance, met de balansposten “Kasmiddelen” van € 644 mio, “Vorderingen klanten” en “REO” van in totaal € 5,4 mrd, “Schulden aan banken” van in totaal € 8,1 mrd en “Overige passiva” van € 138 mio.

Voorts zijn voor de relevante drie grootste balansposten de volgende veronderstellingen gehanteerd:

- *“Vorderingen klanten”*: leningen worden over een periode van 10 jaar terugbetaald. De rente-inkomsten worden verondersteld 2,0% te bedragen. In 2012 bedroegen de Property Finance rente-inkomsten 3,2% (bron: jaarrekening 2012), echter uit prudentieel oogpunt is dit voor de run-off verlaagd naar 2,0%.
- *“REO”*: projecten worden over een periode van 10 jaar te gelde gemaakt. De rente/huurinkomsten worden gemakshalve en uit prudentieel oogpunt verondersteld 0% te bedragen.
- *“Schulden aan banken”*: resterende schuld (aan SNS Bank) wordt verondersteld te worden afgelost (na tien jaar) uit de dan ter beschikking staande kasmiddelen. Rente wordt verondersteld jaarlijks met de wettelijke handelsrente cumulatief op te bouwen en, indien mogelijk, na terugbetaling van de hoofdsom te kunnen worden uitgekeerd.

Ten aanzien van de resultatenrekening wordt verondersteld dat de beheerskosten in het eerste jaar € 16 mio bedragen, zijnde 16% van de rente-inkomsten. Deze relatieve verhouding wordt verondersteld constant te blijven in de tijd. Onderstaand overzicht geeft een nadere detaillering van deze verwachte kosten (in het eerste jaar):

PF - Beheerskosten

EUR miljoenen

Curatoren / adviseurs	3.0
Boedelpersoneel	3.9
Huisvesting	1.0
Inhuur	1.5
Claims	1.5
Auto/ reiskosten	0.8
IT	3.0
Onvoorzien	1.5
Totaal (afgerond)	16.0

Dat deze beheerskosten relatief hoger zijn (ten opzichte van de rente-inkomsten) dan gehanteerd in de SNS Bank run-off, wordt veroorzaakt door de hogere mate van complexiteit van de leningenportefeuille en vastgoedprojecten (ten opzichte van de hypotheekportefeuille) en de daarmee benodigde grotere inspanning om de run-off ten uitvoer te brengen, naast uiteraard de consequenties van het feit dat deze post aan leningen / REO fors kleiner is dan de hypotheekportefeuille bij SNS Bank.

Aldus resulteren volgende balans, resultatenrekening en kasstroomoverzicht:

PF - Balans

EUR miljoenen

	2013-open	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Kasmiddelen	474	1,086	1,697	2,301	2,895	3,482	4,060	4,629	5,190	5,742	0
Vorderingen klanten	5,033	4,530	4,026	3,523	3,020	2,517	2,013	1,510	1,007	503	0
REO	322	290	258	225	193	161	129	97	64	32	0
Totaal activa	5,829	5,905	5,981	6,049	6,108	6,159	6,202	6,235	6,261	6,278	0
Schulden aan banken	7,896	7,896	7,896	7,896	7,896	7,896	7,896	7,896	7,896	7,896	1,697
Overige passiva	112	112	112	112	112	112	112	112	112	112	24
Totaal passiva	8,007	8,007	8,007	8,007	8,007	8,007	8,007	8,007	8,007	8,007	1,721
Eigen vermogen	(2,178)	(2,102)	(2,026)	(1,958)	(1,899)	(1,848)	(1,806)	(1,772)	(1,747)	(1,730)	(1,721)
Totaal passiva en eigen vermogen	5,829	5,905	5,981	6,049	6,108	6,159	6,202	6,235	6,261	6,278	0

PF - Resultatenrekening

EUR miljoenen

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Rente inkomsten	92	91	81	70	60	50	40	30	20	10
Operationele kosten	(16)	(14)	(13)	(11)	(10)	(8)	(6)	(5)	(3)	(2)
Impairments	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Winst voor belasting	76	76	68	59	51	42	34	25	17	8
Belasting										
Netto winst	76	76	68	59	51	42	34	25	17	8

PF - Kasstroom

EUR miljoenen

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Rente inkomsten	92	91	81	70	60	50	40	30	20	10
Operationele kosten	(16)	(14)	(13)	(11)	(10)	(8)	(6)	(5)	(3)	(2)
Aflossing vorderingen klanten	503	503	503	503	503	503	503	503	503	503
Aflossing / opbrengst REO	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
Kasstroom	612	612	603	595	586	578	569	561	552	544
Aflossing schulden aan banken										(6,199)
Betaling Overige passiva										(88)
Totaal aflossingen										(6,286)
Kasstroom na aflossing	612	612	603	595	586	578	569	561	552	(5,742)

Op basis van dit vereenvoudigde high-level run-off scenario voor Property Finance, kunnen de schulden aan banken (lees: SNS Bank) deels worden terugbetaald. Na 10 jaar resteert een restschuld van ca. € 1,7 mrd aan SNS Bank en een restschuld van € 24 mio op de overige passiva. De restschuld aan SNS Bank is lager dan de afboeking bij SNS Bank op de leningen van SNS Bank aan Property Finance (van respectievelijk € 412 mio betrekking hebbend op het negatieve eigen vermogen van PF per eind 2012 en € 1.590 mio als bovenstaand nader gespecificeerd), waarmee de afboeking op de leningen van SNS Bank aan Property Finance is afgedekt. Slechts indien de renteopbrengsten op vorderingen klanten minder dan 1% per jaar zouden bedragen (bij gelijkblijvende overige veronderstellingen) zou de terugbetaling van de resterende hoofdsom van schulden aan banken (in relatie tot de genomen afboeking bij SNS Bank) in gevaar kunnen komen.

Deskundigen hebben uit oogpunt van prudentie de mogelijke rentebetaling aan SNS Bank in het run-off scenario van Property Finance en SNS Bank buiten beschouwing gelaten. Aangenomen mag worden dat in ieder geval de hoofdsom van de schuld aan SNS Bank, ná aftrek van de toegepaste afboekingen en impairments, integraal uit het faillissement van Property Finance hadden kunnen zijn voldaan.

7.12 Afwikkeling boedeloverschot SNS Bank in 2023

Onderstaand zal nader worden geschetst hoe en op welke wijze het boedeloverschot ad € 5,958 mrd naar verwachting en conform de wettelijke regels zou zijn aangewend.

Uit artikel 193 lid 1 Fw. vloeit voort dat het faillissement een einde neemt door het verbindend worden van de slotuitdelingslijst, waarbij aan alle geverifieerde schuldeisers het volle bedrag van hun vordering is uitgekeerd. De curator legt daarop rekening en verantwoording af aan de Rechter-Commissaris ex art. 193 lid 2 en ná goedkeuring van de rekening en verantwoording door de Rechter-Commissaris defungeert de curator. Bij een boedeloverschot resteren er nog baten, dus het faillissement is weliswaar beëindigd, maar op de faillissementsrekening staan nog wel gelden.
Omdat er ná de slotuitdeling nog baten resteren, is de vereffening nog niet beëindigd en is de vennootschap - ná de ontbinding door insolventie - blijven voortbestaan voor zover dit voor de vereffening van het restant van haar vermogen nodig is (artikel 2:19 lid 5 BW). De Rechtbank benoemt in de regel de ex-curator tot vereffenaar van de vennootschap in liquidatie. Het restant op de faillissementsrekening (het boedeloverschot) wordt alsdan door de vereffenaar vereffend.
Artikel 2:23b BW bepaalt dat de vereffenaar dan het bedrag dat “na voldoening der schuldeisers van het vermogen is overgebleven” doet toekomen aan ieder die daartoe krachtens de statuten gerechtigd is, of anders aan de aandeelhouders. Daarop is de heersende leer gestoeld dat een boedeloverschot toekomt aan de schuldeisers. De schuldeisers hebben in het faillissement weliswaar voldoening van hun geverifieerde preferente, concurrente of achtergestelde vordering ontvangen, maar vanaf faillissementsdatum geen rente meer over hun vorderingen.

Bij vereffening ná het einde van een faillissement dient rekening te worden gehouden met ná de faillietverklaring ontstane en vervallen rentevorderingen van de geverifieerde schuldeisers. Weliswaar kunnen de rentevorderingen ingevolge artikel 128 FW niet in het faillissement worden geverifieerd, maar de over vorderingen lopende rente na de faillietverklaring loopt wel door. De gefailleerde is die doorlopende rente verschuldigd gebleven. Indien een schuldeiser een renteaanspraak heeft, dient de vereffenaar daarmee overeenkomstig de regeling van onder meer de artikelen 2: 23a, 23b en 23 c BW met die aanspraak rekening te houden.

De niet-geverifieerde rentevorderingen moeten derhalve in het kader van de vereffening eerst worden voldaan. Bij een vereffening gelden de crediteuren met niet-geverifieerde rentevorderingen dus gewoon als ‘schuldeisers’ in de zin van 2:23b BW. Deze hebben dus eerst recht op hun geld, alvorens er een uitkering aan de aandeelhouders kan plaatsvinden. Het feit dat de rentevorderingen op grond van artikel 128 Fw niet geverifieerd konden worden in het faillissement, doet niet af aan het feit dat deze rentevorderingen wel bestaan, verschuldigd zijn en voldaan moeten worden bij een vereffening van de rechtspersoon na afloop van het faillissement.

In het kader van de vereffening van een boedeloverschot nà faillissement zijn twee mogelijkheden te onderscheiden:

- De vereffenaar stelt vast dat het boedeloverschot meer bedraagt dan de nog verschuldigde rente vanaf faillissementsdatum. In dat geval wordt het surplus, ná betaling van alle nog openstaande (rente-)schulden uitgedeeld aan de aandeelhouders;
- De vereffenaar stelt vast dat het boedeloverschot minder bedraagt dan de nog verschuldigde rente vanaf faillissementsdatum. Indien en zodra de vereffenaar vaststelt dat de vorderingen op de vennootschap in liquidatie groter zijn dan de baten, doet de vereffenaar aangifte van het faillissement van de vennootschap in liquidatie, waarna het (tweede) faillissement wordt geopend. Er vindt dan weer een verificatievergadering plaats.

In onderstaand overzicht “Niet uit de balans blijkende verplichtingen” zijn de verschuldigde rentes vanaf faillissementsdatum als off-balance verplichtingen weergegeven.

Niet uit de balans blijkende verplichtingen

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Totaal
Toename Rente												
Spaargelden	865	819	740	671	603	534	467	400	333	266	17	5,715
Schulden aan Klanten	268	262	245	231	217	203	189	175	160	146	11	2,106
Onderhandse Leningen van Klanten	146	145	139	134	130	125	121	116	112	108	9	1,286
Schulden aan Banken	256	254	243	235	227	219	212	204	197	189	15	2,252
LTRO Leningen	390	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	390
Leningen / Schuldbewijzen	153	152	145	338	319	300	281	262	242	222	17	2,433
Covered Bonds	132	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	132
Te betalen gelden Betalingsverkeer	31	31	29	28	27	27	26	25	24	23	2	272
Lopende Rente Spaargeld	6	6	5	5	4	4	3	3	2	2	0	39
Lopende Rente Overige Schulden	24	24	23	22	22	21	20	19	19	18	1	213
Crediteuren	26	25	24	24	23	22	21	20	20	19	2	225
Overige Schulden	13	13	13	12	12	12	11	11	10	10	1	119
Achtergestelde Obligatie @ 4.238%	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	4
Achtergestelde Obligatie @ 5.750%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Achtergestelde Obligatie @ 6.625%	2	3	3	3	3	3	4	4	5	5	0	37
Achtergestelde Obligatie @ 11.250%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Achtergestelde Obligatie @ 6.250%	15	18	19	20	22	24	26	27	34	36	3	243
Participatiecertificaten	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Achtergestelde, Onderhandse Lening @ 5.250%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Achtergestelde, Onderhandse Lening @ 6.830%	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	0	11
Totaal	**2,327**	**1,753**	**1,631**	**1,726**	**1,610**	**1,495**	**1,381**	**1,268**	**1,159**	**1,046**	**79**	**15,476**
Rente Stand Eindejaar												
Spaargelden	865	1,684	2,424	3,096	3,698	4,233	4,699	5,099	5,432	5,698	3,392	37.7%
Schulden aan Klanten	268	530	774	1,005	1,222	1,425	1,614	1,788	1,948	2,094	1,250	13.9%
Onderhandse Leningen van Klanten	146	291	430	564	694	819	940	1,057	1,169	1,277	763	8.5%
Schulden aan Banken	256	510	753	988	1,216	1,435	1,647	1,851	2,047	2,236	1,337	14.9%
LTRO Leningen	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Leningen / Schuldbewijzen	153	305	450	788	1,107	1,408	1,689	1,951	2,193	2,415	1,444	16.1%
Covered Bonds	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Te betalen gelden Betalingsverkeer	31	62	91	119	147	173	199	224	247	270	162	1.8%
Lopende Rente Spaargeld	6	11	16	21	25	29	32	34	37	39	23	0.3%
Lopende Rente Overige Schulden	24	48	71	94	115	136	156	175	194	212	127	1.4%
Crediteuren	26	51	75	99	122	144	165	185	205	224	134	1.5%
Overige Schulden	13	27	40	52	64	76	87	98	108	118	71	0.8%
Achtergestelde Obligatie @ 4.238%	0	0	1	1	1	2	2	2	3	4	4	0.0%
Achtergestelde Obligatie @ 5.750%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Achtergestelde Obligatie @ 6.625%	2	5	8	11	14	17	22	26	31	36	37	0.4%
Achtergestelde Obligatie @ 11.250%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Achtergestelde Obligatie @ 6.250%	15	33	51	72	94	118	143	170	204	240	243	2.7%
Participatiecertificaten	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Achtergestelde, Onderhandse Lening @ 5.250%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.0%
Achtergestelde, Onderhandse Lening @ 6.830%	1	2	2	3	4	6	7	8	9	11	11	0.1%
Totaal	**1,805**	**3,557**	**5,188**	**6,914**	**8,524**	**10,019**	**11,400**	**12,669**	**13,828**	**14,874**	**8,996**	**100.0%**
Gehanteerde Rentepercentages op Activa												
Hypotheken	4.5%	4.4%	4.3%	4.2%	4.1%	4.0%	3.9%	3.8%	3.7%	3.6%	3.5%	
Vorderingen op Banken	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Gehanteerde Rentepercentages Rente op Hoofdsom												
Spaargelden	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	
Schulden aan Klanten	5.85%	5.85%	5.85%	5.85%	5.85%	5.85%	5.85%	5.85%	5.85%	5.85%	5.85%	
Onderhandse Leningen van Klanten	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	
Schulden aan Banken	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	
LTRO Leningen	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	
Leningen / Schuldbewijzen	2.70%	2.70%	2.70%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	
Covered Bonds	3.29%	3.29%	3.29%	3.29%	3.29%	3.29%	3.29%	3.29%	3.29%	3.29%	3.29%	
Te betalen gelden Betalingsverkeer	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	
Lopende Rente Spaargeld	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	
Lopende Rente Overige Schulden	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	
Crediteuren	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	
Overige Schulden	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	
Achtergestelde Obligatie @ 4.238%	4.24%	4.24%	4.24%	4.24%	4.2%	4.24%	4.24%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	
Achtergestelde Obligatie @ 5.750%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Achtergestelde Obligatie @ 6.625%	6.63%	6.63%	6.63%	6.63%	6.63%	6.63%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	
Achtergestelde Obligatie @ 11.250%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Achtergestelde Obligatie @ 6.250%	6.25%	6.25%	6.25%	6.25%	6.25%	6.25%	6.25%	6.25%	7.75%	7.75%	7.75%	
Participatiecertificaten	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Achtergestelde, Onderhandse Lening @ 5.250%	5.25%	5.25%	5.25%	5.25%	5.25%	5.25%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	
Achtergestelde, Onderhandse Lening @ 6.830%	6.83%	6.83%	6.83%	6.83%	6.83%	6.83%	6.83%	6.83%	6.83%	6.83%	6.83%	
Gehanteerde Rentepercentages Rente-op-Rente												
Spaargelden	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	
Schulden aan Klanten	5.85%	5.85%	5.85%	5.85%	5.85%	5.85%	5.85%	5.85%	5.85%	5.85%	5.85%	
Onderhandse Leningen van Klanten	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	
Schulden aan Banken	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	
LTRO Leningen	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	
Leningen / Schuldbewijzen	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	
Covered Bonds	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	
Te betalen gelden Betalingsverkeer	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	
Lopende Rente Spaargeld	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	
Lopende Rente Overige Schulden	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	
Crediteuren	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	
Overige Schulden	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	
Achtergestelde Obligatie @ 4.238%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	
Achtergestelde Obligatie @ 5.750%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Achtergestelde Obligatie @ 6.625%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	
Achtergestelde Obligatie @ 11.250%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Achtergestelde Obligatie @ 6.250%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	
Participatiecertificaten	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Achtergestelde, Onderhandse Lening @ 5.250%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	
Achtergestelde, Onderhandse Lening @ 6.830%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%	

Toelichting bij de niet uit de balans blijkende (rente)verplichtingen:

Voor wat betreft de rente verschuldigd vanaf faillissementsdatum, hebben deskundigen aangenomen:
a) dat na afloop van de contractuele termijn de wettelijke rente verschuldigd zou zijn geworden;
b) dat de wettelijke consumenten rente van artikel 6:119 BW verschuldigd zou zijn geworden v.w.b. de spaargelden, spaardeposito's en termijndeposito's van particuliere klanten en de wettelijke handelsrente van artikel 6:119a v.w.b. alle door niet particulieren aan SNS Bank verstrekte al of niet achtergestelde leningen.

Deskundigen hebben geconstateerd dat in alle gevallen aan SNS Bank verstrekte gelden als gevolg van het faillissement direct opeisbaar zijn geworden. Spaargelden en rekening courant gelden zijn uit hun aard direct opeisbaar tenzij het depositogelden betreft, die direct ná afloop van de depositotermijn opeisbaar zijn. Deskundigen hebben geconstateerd dat alle onteigende achtergestelde leningen een directe opeisbaarheids-

clausule bevatten in geval van faillissement van SNS Bank. Door het veronderstelde faillissement is SNS Bank niet in staat de opeisbare rente te voldoen met gevolg dat zij in verzuim zou zijn geweest. Deskundigen hebben daarbij aangenomen dat niet de eis kan worden gesteld dat schuldeisers allereerst een ingebrekestelling hadden moeten sturen. Immers de artikelen 26 en 110 FW kennen een bijzondere vorm van opeising, te weten indiening ter verificatie. Aangenomen wordt dat alle schuldeisers hun vorderingen zouden hebben ingediend in het faillissement van SNS Bank alsmede tegelijkertijd via artikel 2: 403 BW en conform artikel 136 FW in het faillissement van SNSR.

Deskundigen verwijzen voorts naar het als **Bijlage 10** aangehechte advies van prof.mr.drs. M. Haentjens, waarin eveneens wordt geconcludeerd, in ieder geval voor wat betreft de onteigende achtergestelde leningen, dat hierop de wettelijke rente nà faillissementsdatum verschuldigd zou zijn geworden.

Deskundigen hebben ten overvloede mr. Schimmelpenninck nog gevraagd, hoe curatoren in het faillissement van DSB Bank met de verschuldigdheid van wettelijke rente zijn omgegaan. De reactie van mr. Schimmelpenninck wordt als **Bijlage 11** aan dit rapport gehecht. In het faillissement van DSB Bank is uitgegaan van de verschuldigdheid van wettelijke (consumenten-)rente nà afloop van de contractuele termijn, zulks op de gronden als aangegeven in de reactie van mr. Schimmelpenninck.

Voor wat betreft de schulden is, met uitzondering van de wettelijke rente op spaar- en depositogelden (3% van toepassing op transacties met particulieren), aangenomen dat na verstrijking van de contractueel overeengekomen renteperiode de wettelijke rente op handelstransacties (gem. 7,75%) verschuldigd zou zijn geweest, omdat deze schulden in hoofdzaak schulden tussen ondernemingen betreffen. De enige uitzondering hierop (uiteraard naast de bovengenoemde spaargelden) betreffen de Schulden aan Klanten (met name rekeningcourantfaciliteiten), waarbij de splitsing tussen particulieren en ondernemingen nader bekend is. Gezien het grote verschil tussen beide renteniveaus (3% versus 7,75%) en het gegeven dat nagenoeg de helft van de uitstaande schulden (ca. € 31,5 mrd) spaargelden betrof, is de uitkomst van deze aanname nadelig en wellicht onredelijk voor de DGS-banken, die via DNB de spaargelden uit hoofde van het DGS zouden hebben moeten vóórfinancieren en uit hoofde van regresrecht in de plaats van de spaarders als schuldeisers in het faillissement zouden zijn getreden. Niet uitgesloten is dan ook dat deze banken al of niet via DNB op basis van de alsdan heersende inzichten, aan de overige schuldeisers een betalingsakkoord zouden hebben aangeboden, waardoor zij in de rechten van deze schuldeisers zouden zijn getreden.[120]

Spaargelden: toegepast is – zoals gezegd - de per peildatum geldende wettelijke rente van 3%, zijnde de wettelijke rente voor consumententransacties.

Schulden aan klanten: het betreft hier in hoofdzaak rekening courant tegoeden zonder vaste looptijd. Gehanteerd is een rentepercentage van gemiddeld 5,85%, welk bedrag als volgt tot stand is gekomen:
• ca. 15% betreft rekening courant tegoeden van niet-bancaire financiële instellingen, waarvoor de wettelijke rente op handelstransacties (op peildatum 7,75% bedragend) is gehanteerd.
• ca. 45% betreft rekening courant tegoeden van kleine zakelijke klanten, waarvoor ook de wettelijke rente op handelstransacties is gehanteerd.
• ca. 40% betreft rekening courant tegoeden van particulieren, waarvoor de wettelijke rente voor consumententransacties is gehanteerd.

[120] Deskundigen wensen hierbij op te merken dat de uitkomsten van het run-off scenario niet wezenlijk zouden veranderen, indien de wettelijke rente van 7,75% voor handelstransacties zou zijn aangepast naar 3,0% en hiermee het verschil zou zijn geneutraliseerd. Immers, de hoeveelheid beschikbare kasstroom voor aflossing van de schulden wordt hierdoor niet geraakt. Alleen de te betalen rente op alle schulden zou dan eenvoudig significant minder zijn geworden na afloop van de run-off periode.

Onderhandse leningen van klanten: dit betreft in hoofdzaak leningen van zakelijke klanten, reden waarom de wettelijke rente op handelstransacties (7,75%) is gehanteerd.

Schulden aan banken: idem.

LTRO-leningen: idem.

Leningen/schuldbewijzen: dit betreft in hoofdzaak obligaties, schuldbewijzen uitgegeven onder het EMTN-programma en securitisaties. Uitgegaan is van een resterende looptijd van gemiddeld nog drie jaar en een contractuele rente gedurende deze periode van gemiddeld 2,7%. Vanaf 2016 is de wettelijke rente op handelstransacties gehanteerd.

Covered bonds: deze bonds worden geacht per ultimo 2013 via de eerste uitdeling te zijn afgelost. Over 2013 is de contractuele rente van 3,29% gehanteerd.

Lopende rente spaargeld: de lopende rente op spaargeld heeft betrekking op de opgebouwde rente van de ontvangen spaartegoeden, welke per faillissementsdatum nog niet zijn uitgekeerd aan de spaartegoedhouders, waarvoor de wettelijke rente op niet-handelstransacties is toegepast.

Lopende rente overige schulden: de lopende rente op overige schulden heeft betrekking op de verschuldigde rente van overige financieringsinstrumenten, welke per faillissementsdatum nog niet is uitbetaald, waarvoor de wettelijke rente op handelstransacties is toegepast.

Crediteuren: deze post betreft crediteuren, waarvoor de wettelijke rente op handelstransacties is gehanteerd.

Overige schulden: idem.

Achtergestelde obligaties 4,238%: dit betreft een Tier-2 lening van € 5 mio met een looptijd tot 14 mei 2019. Na afloop van de contractuele looptijd is de wettelijke rente voor handelstransacties gehanteerd. Conform de toepasselijke Terms and Conditions is in geval van faillissement de lening *"together with accrued interest (if any) to the date of repayment"* opeisbaar. Ook de rente is achtergesteld.

Achtergestelde obligaties 5,750%: dit betreft een Tier-1 lening met een nominale waarde per ultimo 2012 van € 11 mio. Op deze lening is in geval van faillissement geen rente meer verschuldigd, aangezien de coupon op deze lening mag worden uitgesteld in geval van faillissement.

Achtergestelde obligaties 6,625%: dit betreft een lening (Tier-2) met een nominale waarde per ultimo 2012 van€ 37 mio en een looptijd tot 14 mei 2018.
Na expiratie van de looptijd is de wettelijke rente voor handelstransacties gehanteerd. Ook de rente is achtergesteld.

Achtergestelde obligaties 11,250%: dit betreft een Tier-1 lening (perpetual) met een nominale waarde per ultimo 2012 van € 320 mio. In faillissement kan geen rente geclaimd worden. "*A winding-up claim shall not bear interest".*

Achtergestelde obligaties 6,250%: dit betreft een Tier-2 lening met een nominale waarde per ultimo 2012 van € 262 mio en met een looptijd tot 26 oktober 2020. Vanaf 2021 is de wettelijke rente voor

handelstransacties gehanteerd. Conform de toepasselijke Terms and Conditions is in geval van faillissement de lening *"together with accrued interest (if any) to the date of repayment"* opeisbaar. Ook de rente is achtergesteld.

Participatiecertificaten: betreft blijkens het in 2012 uitgegeven Prospectus een achtergestelde Tier-1 lening. Uitstaand saldo per ultimo 2012 € 57 mio. SNS Bank is krachtens de toepasselijke bepalingen geen rente verschuldigd in enig jaar, indien uit de alsdan meest recente jaarrekening blijkt, dat SNS Bank geen voor uitkering beschikbare middelen heeft dan wel de middelen ontoereikend zijn. In latere jaren bestaat geen recht op rente die vanwege ontoereikendheid van de middelen niet is voldaan. Aangenomen is mitsdien dat met betrekking tot de participatiecertificaten geen rente verschuldigd zou zijn geweest.

Achtergestelde onderhandse lening 5,250%: dit betreft een Tier-2 lening van NLG 1 mio van Stichting Pensioenfonds Poseidon met een looptijd tot 23 februari 2019. Vanaf 2019 is de wettelijke rente voor handelstransacties gehanteerd. De rente is volgens de overeenkomst van deze geldlening niet achtergesteld.

Achtergestelde onderhandse lening 6,830%: dit betreft een Tier-2 lening van NLG 25 mio van OHRA Obligatie Fonds met een looptijd tot 27 december 2024, waarvoor gedurende de resterende looptijd de contractuele rente (6,83%) is toegepast. De rente is volgens de overeenkomst van de geldlening ook achtergesteld.

Algemeen: Waar de wettelijke rente is toegepast, is tevens rente over rente berekend ("samengestelde interest"). Bij het berekenen van de rente wordt de rente na een jaar opgeteld bij de hoofdsom. Vanaf dat moment wordt er over het nieuwe bedrag rente berekend, totdat er weer een jaar is verstreken, waarna de rente weer bij de hoofdsom wordt opgeteld.

Geconstateerd wordt dat in het faillissement van SNS Bank het aan het einde van het faillissement resterende boedeloverschot ad € 5,958 mrd minder zou hebben bedragen dan de nog verschuldigde rente vanaf faillissementsdatum ad € 14,954 mrd met gevolg, dat op verzoek van de vereffenaar voor SNS Bank in liquidatie een tweede faillissementsprocedure zou zijn geopend en het boedeloverschot in het tweede faillissement aan geverifieerde schuldeisers zou zijn uitgekeerd met in acht name van de wettelijke rangorde.

Uitgegaan wordt van een boedeloverschot bij beëindiging van het faillissement van € 5,958 mrd. Volledigheidshalve zij opgemerkt dat alle faillissementskosten en alle erkende preferente, concurrente en achtergestelde schulden dan reeds zijn voldaan. De in totaal aan concurrente schuldeisers verschuldigde rente vanaf faillissementsdatum zou hebben bedragen € 14,659 mrd, waarvan € 5,958 mrd uit het surplus in het tweede faillissement van SNS Bank wordt betaald en dus € 8,701 mrd resteert. De in totaal aan achtergestelde schuldeisers verschuldigde rente zou hebben bedragen € 295 mio. Deze ontvangen geen uitkering uit het surplus in het tweede faillissement van SNS Bank. In het tweede faillissement van SNSR zou ingevolge artikel 136 FW zijn ingediend de totale 403 rentevordering van € 14,954 mrd (€ 14,659 mio plus € 295 mio). Op het niveau van SNSR zou de achtergestelde 403 rente ad € 295 mio als concurrent zijn aangemerkt.

7.13 Boedelbeschrijving SNSR

Aangenomen is dat een faillissement van SNS Bank ondermeer vanwege de afgegeven 403 verklaring, en mede gezien de vele bestaande kruisverbanden, tevens zou hebben geleid tot faillissement van SNSR. Ook dit faillissement zou zijn aangevangen met het opstellen door curatoren van een boedelbeschrijving.

Vennootschappelijke balans SNSR N.V. ten behoeve van de boedelbeschrijving

Vennootschappelijke balans t.b.v. het boedelverslag

Ref.		31/12/2012 Vennootschappelijke jaarrekening	31/1/2013 Grootboek	Eliminaties en herrubriceringen	Liquidatie correcties & PM aanpassingen	31/1/2013 Vennootschappelijk boedelverslag
(1)	Immateriele Vaste Activa	17	17	-	(17)	-
(2)	Materiele Vaste Activa	21	23	-	(17)	6
(3)	Deelnemingen in Groepsmaatschappijen	4,268	4,382	(206)	(2,852)	1,324
(4)	Vorderingen op SNS Bank	159	123	(91)	(32)	-
(5)	Vorderingen op REAAL	466	466	(466)	-	-
(6)	Vorderingen op Overige Groepsmaatschappijen	41	41	2	-	43
(7)	Beleggingen	32	33	-	-	33
(8)	Latente Belastingvordering	60	83	-	(83)	-
(9)	Vorderingen op Klanten	14	15	-	(1)	13
(10)	Vennootschapsbelasting	68	70	-	(70)	-
(11)	Overige Activa	84	84	-	(13)	71
(12)	Kas en Kasequivalenten	1	1	-	32	33
	Totale Activa	**5,231**	**5,339**	**(761)**	**(3,053)**	**1,524**
(13)	Achtergestelde Schulden	391	388	(11)	-	376
(14)	Leningen / Schuldbewijzen	421	419	(0)	-	419
(15)	Voorziening voor Personeelsverplichtingen	96	183	-	(183)	-
(16)	Overige Voorzieningen	11	11	-	(11)	-
(17)	Overige Schulden aan Klanten	30	30	-	-	30
(18)	Schulden aan SNS Bank	157	157	(91)	-	66
(19)	Schulden aan REAAL	672	672	(672)	-	-
(20)	Schulden aan Overige Groepsmaatschappijen	(2)	(2)	2	-	-
(21)	Overige Verplichtingen	105	105	-	-	105
(22)	Eigen vermogen toe te schrijven aan houders van Securities	987	987	-	-	987
(23)	Voorziening Beheerskosten	-	-	-	138	138
(24)	Verwachte 403-claims uit faillissement SNS Bank	-	-	-	60,524	60,524
	Totale Passiva	**2,868**	**2,949**	**(772)**	**60,468**	**62,645**
(25)	Eigen vermogen toe te schrijven aan Aandeelhouders	2,363	2,389	12	(63,522)	(61,121)
	Totale Eigen Vermogen & Passiva	**5,231**	**5,339**	**(761)**	**(3,053)**	**1,524**

Toelichting vennootschappelijke balans per 31 januari 2013 t.b.v. de boedelbeschrijving

De aanpassingen op de vennootschappelijke balans per 31 januari 2013 zijn onder te verdelen in twee categorieën:

- Eliminaties en herrubriceringen: voor een toelichting wordt verwezen naar de balansposten *Deelnemingen in Groepsmaatschappijen, Vorderingen op SNS Bank, Vorderingen op REAAL, Vorderingen op Groepsmaatschappijen, Achtergestelde Schulden*, *Leningen / Schuldbewijzen, Schulden aan SNS Bank*.
- Liquidatiecorrecties: er zijn inschattingen gemaakt van de minimaal te verwachten afwaardering op specifieke activa en passiva.

1) De immateriële activa hebben volledig betrekking op goodwill. Bij faillissement vertegenwoordigt de goodwill geen waarde meer, reden waarom hiervoor een liquidatiecorrectie is opgenomen van € 17 mio.

2) De materiële vaste activa bestaan geheel uit diverse IT-apparatuur. Voor deze activa is een voorzieningspercentage van 75% opgenomen. Er is aangenomen dat de materiële vaste activa in 2014 te gelde worden gemaakt.

3) De deelnemingen groepsmaatschappijen hebben betrekking op de deelnemingen in SNS Bank N.V. en REAAL N.V. Hierbij zijn de volgende correcties op genomen:
   - De waarde van de deelneming in SNS Bank N.V. is volledig afgeboekt, daar ook SNS Bank N.V. geacht wordt failliet te zijn verklaard;
   - Op basis van een waardering van deskundigen wordt de waarde van het eigen vermogen van REAAL N.V. geschat op € 1,300 mrd; verwezen wordt naar Hoofdstuk 4.3;

- De intercompany verhoudingen tussen SNSR en REAAL betreffen een schuld aan REAAL van € 672 mio en een vordering op REAAL van € 466 mio. Het saldo, een netto schuld aan REAAL van € 206 mio is geherrubriceerd tot een negatieve Deelneming in Groepsmaatschappijen, ervan uitgaande dat bij verkoop van REAAL uiterlijk in 2014 dit bedrag in mindering op de koopsom zou hebben gestrekt, althans dat dit bedrag bij verkoop pro saldo had moeten worden ingelost door SNSR; en
- Op basis van een waardering van deskundigen wordt de waarde van het eigen vermogen van de overige groepsmaatschappijen, waarvan de activiteiten binnen SNSR vallen (te weten SNSR Invest, SNS Asset Management en SNS Beleggingsfondsen Beheer) geschat op ca. € 230 mio.

4) De vorderingen op SNS Bank kunnen als volgt worden gespecificeerd:

Vorderingen op SNS Bank

	1/31/2013
Derivaten	32
Rekening-Courant	2
Kasgeldleningen	48
Overige Vorderingen	40
Vorderingen op SNS Bank	**123**

De vorderingen van € 123 mio worden verrekend met de schulden ad € 157 mio en daarom geëlimineerd. Zie balanspost 18.

5) De vorderingen op REAAL kunnen als volgt worden gespecificeerd:

Vorderingen op REAAL

	1/31/2013
Vorderingen op Klanten	452
Overige Activa	14
Vorderingen op REAAL	**466**

De Holding heeft een vordering op REAAL ad € 357 mio en op SRLEV ad € 95 mio. De overige vorderingen bedragen € 14 mio. Voorts heeft de Holding een schuld aan REAAL van € 672 mio (waarvan € 651 mio betrekking heeft op de *double leverage* binnen REAAL Holding).

Zowel de vorderingen op als de schulden aan REAAL c.a. worden uit de balans geëlimineerd en verdisconteerd in de waarde van de deelneming REAAL (zie ook de post Deelnemingen in Groepsmaatschappijen).

De ná verrekening resterende schuld aan REAAL ad € 206 mio (€ 672 mio minus € 466 mio) wordt in mindering gebracht op de waarde van het eigen vermogen en daarmede op de getaxeerde verkoopwaarde van REAAL. Zie toelichting bij balanspost 3 en balanspost 19.

6) Aangenomen is dat de vorderingen op overige groepsmaatschappijen (waaronder SNSR Invest N.V., SNS Asset Management N.V. en SNS Beleggingsfondsen Beheer B.V.) na verrekening van de onder balanspost 20 genoemde (negatieve) passivapost van € 2 mio, integraal ingelost worden in maximaal 2 jaar.

7) De beleggingen hebben voornamelijk betrekking op een aandelenportefeuille. Aangenomen is dat deze aandelen bij liquidatie te gelde zullen worden gemaakt tegen de reële waarde per faillissementsdatum.

8) Gezien het veronderstelde faillissement van SNSR, wordt voorzichtigheidshalve de volledige latente belastingvordering (€ 83 mio) afgeschreven.

9) De vorderingen op klanten hebben betrekking op zakelijke kredieten. De verwachting is dat deze zakelijke kredieten in 5 jaar in gelijke delen zullen worden terugbetaald, waarbij de wettelijke rente op handelstransacties is toegepast. Voorzichtigheidshalve is een voorziening van 10% genomen.

10) Aangenomen wordt dat het volledige bedrag aan te ontvangen vennootschapsbelasting niet geïnd zal worden. Derhalve is er een liquidatiecorrectie opgenomen ter grootte van het volledige bedrag van € 70 mio.

11) De overige activa bestaan uit verschillende vorderingen. Voorzichtigheidshalve is een voorzieningspercentage van 15% opgenomen.

12) De kas en het kasequivalent bedragen € 1 mio.

13) De achtergestelde schulden bestaan uit achtergestelde obligaties en achtergestelde, onderhandse leningen. De volgende achtergestelde obligaties zijn uitgegeven door SNSR:
    - Tier-1 achtergestelde obligaties met een coupon van 6,258% met een nominale waarde per 31 januari 2013 van ca. € 250 mio. Vanaf faillissementsdatum is conform de toepasselijke voorwaarden geen rente meer verschuldigd;
    - Tier-2 achtergestelde obligaties met een coupon van 8,450% met een looptijd tot augustus 2018 en een nominale waarde per 31 januari 2013 van ca. € 74 mio. Conform de toepasselijke Terms and Conditions wordt de hoofdsom "*together with accrued interest (if any) to the date of repayment*" opeisbaar in geval van faillissement "*provided that repayment of Subordinated Notes under this Condition will only be effected after the Issuer has obtained the prior written consent of DNB".* Ook de rente is achtergesteld en als zodanig tijdens faillissement ook verschuldigd.

    Daarnaast bevatten de achtergestelde schulden nog onderhandse leningen ten bedrage van ca. € 51 mio met een contractuele rente van gemiddeld 6,7%.[121]
    Deze leningen kunnen als volgt worden gespecificeerd:
    - 7,13% lening van € 20 mio, verstrekt door Van Doorn Securities, aflopend op 23 juni 2020. De vordering van leninggever wordt in geval van een faillissement of ontbinding van SNSR slechts voldaan, nadat alle op dat moment bestaande preferente en concurrente crediteuren zijn voldaan (artikel 9 Overeenkomst van geldlening). Ook de rente is achtergesteld en als zodanig tijdens faillissement ook verschuldigd.
    - 7,10% lening van € 10 mio, verstrekt door Van Doorn Securities, aflopend op 23 juni 2020 (mate van achterstelling gelijk aan bovengenoemde genoemde lening). Ook de rente is achtergesteld en als zodanig tijdens faillissement ook verschuldigd.
    - lening van NLG 400 mio voor hoofdsom en rente, vanaf 24 februari 1999 terug te betalen in 16 termijnen van NLG 25 mio aflopend 24 februari 2014, verstrekt door Stichting tot beheer van FNV aandelen Reaal Groep N.V. Lening is achtergesteld bij alle niet-achtergestelde vorderingen op SNSR in geval van faillissement of ontbinding van SNSR (artikel 2 van de overeenkomst van geldlening). Ook de rente is achtergesteld en als zodanig tijdens faillissement ook verschuldigd.

[121] Bron: jaarrekening 2012.

Om tot de boedelbeschrijving te komen, is een aanpassing gerealiseerd m.b.t. de verschillen tussen de hoofdsom (de nominale waarde) van de achtergestelde schulden en de hogere reële waarde van de achtergestelde leningen, waardoor de achtergestelde schulden met circa € 11 mio dalen. De € 388 mio representeert de reële waarde. In het kader van de boedelbeschrijving dient te worden uitgegaan van de nominale waarde, zijnde € 376 mio (derhalve € 11 mio lager).

14) De (concurrente) schuldbewijzen bestaan voornamelijk uit EMTN-programma's, welke zijn uitgegeven door SNSR. Om tot de boedelbeschrijving te komen, is een aanpassing gerealiseerd m.b.t de verschillen tussen de hoofdsom (de nominale waarde) van de schuldbewijzen en de hogere reële waarde van de schuldbewijzen, waardoor de schuldbewijzen dalen met ca. € 353 k. Het bedrag zoals opgenomen in het grootboek representeert de reële waarde. In het kader van de boedelbeschrijving dient te worden uitgegaan van de nominale waarde, zijnde € 418,6 mio.

15) De voorzieningen voor personeelsverplichtingen komen, in het kader van het faillissement van SNSR, volledig te vervallen. Hiervoor komt in de plaats de liquidatievoorziening.

16) De overige voorzieningen hebben voornamelijk betrekking op reorganisatievoorzieningen. In verband met het veronderstelde faillissement kan deze voorziening komen te vervallen. Hiervoor komt in de plaats de liquidatievoorziening.

17) De overige schulden aan klanten hebben betrekking op uitgegeven onderhandse leningen. Dit betreffen concurrente schulden.

18) De schulden aan SNS Bank kunnen als volgt worden gespecificeerd:

Schulden aan SNS Bank

	1/31/2013
Schuldbewijzen	131
Rekening-Courant	4
Overige Passiva	22
Schulden aan SNS Bank	**157**

Deze schulden zullen verrekend worden met de onder balanspost 4 genoemde vorderingen op SNS Bank ad in totaal € 91 mio (excl. derivatenpositie), redenen waarom dit bedrag uit de schuldpositie wordt geëlimineerd. Dit resulteert in een schuldpositie van € 66 mio.

19) De schulden aan REAAL kunnen als volgt worden gespecificeerd:

Schulden aan REAAL

	1/31/2013
Lening	651
Rekening-Courant	16
Overige Passiva	5
Schulden aan REAAL	**672**

Zie balanspost 5 voor verdere toelichting over de behandeling van de schulden aan REAAL.

20) De schulden aan Overige groepsmaatschappijen ad € 2 mio worden verrekend met de onder balanspost 6 genoemde vorderingen, redenen waarom het bedrag ad € 2 mio wordt geëlimineerd.

21) De overige verplichtingen bestaan voornamelijk uit crediteuren, vooruit ontvangen bedragen en overige passiva. Bij faillissement, zullen deze verplichtingen als concurrente schuldverplichtingen worden meegenomen.

22) Het eigen vermogen toe te schrijven aan de houders van securities bestaat uit kapitaal, ultimo 2008 geplaatst bij Stichting Beheer SNSR (pro saldo € 423 mio) en bij de Nederlandse Staat (pro saldo € 564 mio). Bij faillissement zullen deze schulditems conform de toepasselijke voorwaarden pas terugbetaald worden nadat alle preferente, concurrente en overige achtergestelde schulden inclusief de post faillissement rentevorderingen zijn terugbetaald.

Het voorlopige oordeel van de Ondernemingskamer luidt dat de in de "Stichting Securities" belichaamde vorderingen van de Stichting Beheer achtergesteld zijn, met dien verstande dat het uiteindelijke oordeel van de gewone burgerlijke rechter omtrent de vraag of een bepaalde vordering al dan niet is achtergesteld, beslissend is.

De Stichting Beheer heeft aan de Rechtbank Amsterdam een verklaring voor recht gevraagd, dat (i) de in de "Stichting Securities" belichaamde vorderingen concurrente vorderingen betreffen, (ii) de achterstellingsclausule in de "Terms and Conditions of the Stichting Securities" geen toepassing vindt, en (iii) de in de "Stichting Securities" belichaamde vorderingen op het tijdstip van onteigening in rang gelijk zijn aan andere concurrente vorderingen, een en ander met veroordeling van SRH in de kosten van dit geding, alles voor zover mogelijk uitvoerbaar bij voorraad.

In haar vonnis Rechtbank Amsterdam d.d. 18 mei 2016 (ECLI:NL:RBAMS:2016:2845) heeft de Rechtbank de vordering van de Stichting Beheer afgewezen. Uit de tekst van de Terms and Conditions of the Stichting Securities kan volgens de Rechtbank worden afgeleid dat de "Stichting Securities" betreffen:
(i) achtergestelde schulden van SRH ("subordinated liabilities of the Issuer");
(ii) die onderling van gelijke rang zijn ("rank pari passu without any preference among themselves");
(iii) die van gelijke rang zijn als de gewone aandelen en de aandelen B van SRH, zulks met uitzondering van stemrecht en kwalificatie als formeel kapitaal van SRH ("will rank pari passu with the Ordinary Shares and the B Shares of the Issuer (except that the Stichting Securities do not carry voting rights and do not qualify as formal share capital of the Issuer)"); en
(iv) die zijn achtergesteld op "Senior Claims" ("will be subordinated to the Senior Claims (as defined below)").

De Rechtbank overweegt dat onder de achterstelling op "Senior Claims" volgens deze bepaling wordt verstaan dat de "Stichting Securities" zijn achtergesteld op iedere vordering die iedere (andere) crediteur op ieder moment heeft op SRH ("(…) are subordinated in right of payment (including any prepayment, repayment, distribution, set-off recovery, whether in cash or in kind) in respect of all claims that any creditor of the Issuer has at any time against the Issuer").

Uit het voorgaande vloeit naar het oordeel van de rechtbank voort dat de "Stichting Securities" op basis van de tekst van § 3.1 van de "Terms and Conditions of the Stichting Securities" moeten worden aangemerkt als achtergestelde vorderingen. Ook uit het totstandkomingsproces van de "Terms and Conditions of the Stichting Securities" volgt volgens de Rechtbank, dat het de bedoeling was van partijen om de "Stichting Securities" (diep) achter te stellen op andere vorderingen.

De Stichting Beheer heeft hoger beroep aangetekend tegen de uitspraak van de Rechtbank. Verwacht wordt dat het Gerechtshof op 27 mei 2018 uitspraak in hoger beroep zal doen.

Van belang is voorts nog de correspondentie tussen DNB en SNSR en het door SNSR bij de presentatie van de jaarcijfers 2008 uitgebrachte persbericht. Voor DNB was het van belang dat zij de uitgifte van de "Stichting Securities" (toezichtrechtelijk) diende te kwalificeren als "Core Tier 1 capital securities". Daartoe dienden de "Stichting Securities" achtergesteld te zijn tot het niveau van gewone aandelen. DNB schreef daaromtrent in zijn e-mail van 10 november 2008 aan SNSR:
"Core tier 1 status voor de stichtingstransactie vereist pari-passu functioneren van het instrument met gewone aandelen zowel m.b.t. de coupon als het absorberen van verliezen in going concern en in faillissement."; waarop SNSR in zijn antwoord-e-mail van 11 november 2008 bevestigde, dat de "Stichting Securities" diep zouden worden achtergesteld tot op het niveau van gewone aandelen:
"Zie aanpassing op tekst "ranking and loss absorption" in bijlage. Tekst luidt nu "Deeply subordinated, ranking pari passu with the Ordinary Shares and the B Shares issued by the Issuer."

In het persbericht bij de jaarcijfers 2008 zijn door SNSR de financiële en juridische details van de uitgegeven securities nog eens nader gespecificeerd. De kenmerken voor de Core Tier 1 Securities, uitgegeven aan de Staat en aan de Stichting Beheer worden als volgt samengevat:

- De securities zijn niet stemgerechtigd;
- De securities zijn eeuwigdurend (perpetueel) achtergesteld en gelijk in rang (pari passu) met de gewone aandelen en aandelen B;
- DNB kwalificeert de securities als Core Tier 1-kapitaal;
- Geen loss absorption clausule;
- Alleen geldend voor de Stichting Beheer Securities: de securities zijn niet converteerbaar in gewone aandelen.

Voorts vermeldt het persbericht nog dat een uitkering aan de Stichting Beheer en de Nederlandse Staat afhankelijk is van betaling van (interim) dividend aan gewone aandeelhouders. Indien er geen dividend wordt uitgekeerd aan gewone aandeelhouders, is SNSR geen uitkering aan de houders van de securities verschuldigd.

In het persbericht wordt heldere wijn geschonken. De rang van de securities is gelijk aan gewone aandelen en zelfs de coupon, dus de rente op de Core Tier 1 securities, is gelijkgesteld aan dividend op aandelen, dus zolang als SNSR financieel niet in staat of bereid is dividend te betalen hebben de houders in het geheel geen aanspraak op rentebetaling.

23) Aan de actiefzijde zijn in de kolom Liquidatiecorrecties afwaarderingen op specifieke activa opgenomen. De liquidatieverliezen voorziening heeft onder meer betrekking op eventuele verdere afboekingen op activa, op mogelijk te verwachten (fiscale) claims, op de te maken afwikkelingskosten, waaronder alle kosten verbonden aan collectief ontslag van personeel, kosten van het boedelpersoneel, in te huren externe adviseurs, kosten van curatoren en hun teams, huurkosten en eventuele overige operationele kosten. Het bedrag van de liquidatieverliezen voorzieningen ad € 138 mio kan als volgt nader worden gespecificeerd:

- Ca. € 17 mio heeft betrekking op kosten collectief ontslag, gespecificeerd als volgt: Aangenomen is dat van de 2235 op de loonlijst van SNSR staande werknemers ca. 2100 werknemers collectief zouden zijn ontslagen en ca. 135 werknemers als boedelpersoneel vooralsnog in dienst zouden zijn gebleven. Uitgaande van een opzegtermijn van gemiddeld 5 weken en een gemiddeld bruto weeksalaris van € 1.625 (op basis van € 84.500 bruto per jaar incl. alle emolumenten en kosten) zou dit geresulteerd hebben in een totaal van € 17 mio aan collectief ontslagkosten.
- Daarnaast heeft ca. € 121 mio betrekking op voorziene beheerskosten, welke nà faillissementsdatum over een looptijd van naar verwachting tien jaar (met het oog op de nog binnenkomende 403 claims

vanuit SNS Bank ná tien jaar) van de afwikkeling van het faillissement gemaakt zouden zijn. Deze beheerskosten kunnen voor de eerste twee jaar als volgt worden gespecificeerd:

Beheerskosten	
Curatoren / adviseurs	8.0
(Boedel) personeel	11.5
Huisvesting	1.5
Inhuur arbeids- en managementdiensten	2.0
Mogelijke claims tegen de boedel	4.0
Auto- en reiskosten	1.0
IT kosten	5.0
Onvoorzien	5.0
Totaal (afgerond)	38.0

De totale beheerskosten bedragen daarmede naar verwachting in de eerste twee jaar ca. € 38 mio per jaar. In deze periode zal een koper moeten worden gevonden voor Reaal N.V. Het verkoopproces inclusief inrichten dataroom, opstellen verkoopmemorandum, opstellen en houden van managementpresentaties e.d. zal de inzet van veel boedelpersoneel en externe adviseurs vergen. Ook de daaraan gerelateerde externe kosten, waaronder die van de begeleidende M&A-adviseurs, zullen aanzienlijk zijn. Vandaar dat de beheerskosten over de eerste twee jaar hoog zijn ingeschat. Ná verkoop van REAAL en de overige activa binnen naar verwachting twee jaar zullen de beheerskosten naar verwachting nog max. € 5 mio per jaar bedragen. Vanaf het derde jaar zullen de activiteiten van curatoren in hoofdzaak nog bestaan uit de inning van de vorderingen op klanten en overige vorderingen, de verificatie van schulden, de afhandeling van claims, het voeren van de administratie, het publiceren van verslagen, de afwikkeling van alle fiscale zaken, het voeren van procedures, het laten afvloeien van boedelpersoneel en het doen van onderzoek naar de oorzaken van het faillissement.

Aangenomen is dat in verband met de duur van de afwikkeling van de 403-claims, voortkomend uit het faillissement van SNS Bank, de afwikkeling van het faillissement van SNSR in lijn met de afwikkeling van het faillissement van SNS Bank, eveneens minimaal 10 jaar doch wellicht één of enkele jaren langer zal vergen.

24) Aangenomen wordt dat alle schuldeisers van SNS Bank hun vorderingen integraal zullen indienen uit hoofde van de 403-verklaring in het faillissement van SNSR.

25) Het eigen vermogen is de sluitpost om de balans t.b.v. de boedelbeschrijving te laten sluiten. Het eigen vermogen daalt van € 2,389 mrd naar negatief € 61,121 mrd. Dit wordt voornamelijk veroorzaakt door de afboeking van de deelneming in SNS Bank, het verwachte boekverlies bij de verkoop van REAAL en de indiening door de schuldeisers van SNS Bank uit hoofde van de 403-verklaring.

7.14 Uitkomsten faillissement SNS Reaal voor de schuldeisers

Het belangrijkste actief van SNSR vormt de deelneming in Reaal. Op basis van de door deskundigen uitgevoerde waardering wordt de waarde van Reaal ingeschat op € 1,3 mrd. Inclusief de overige activa (overige groepsmaatschappijen) wordt het totale boedelactief van SNSR ingeschat op ruim € 1,5 mrd. Aangenomen wordt dat Reaal binnen twee jaar zou zijn verkocht en dat ook de overige activa binnen deze periode te gelde zouden zijn gemaakt, waarbij het in de lijn der verwachtingen ligt dat SNS Asset

Management en SNS Beleggingsfondsen Beheer gelijktijdig met de verzekeringsactiviteiten zouden zijn verkocht, vanwege het feit dat zij een groot deel van de beleggingen van de verzekeraar beheren. Tegenover een boedelactief van ruim € 1,524 mrd staan (netto) beheerskosten ad € 135 mio (zijnde de voorziening van € 138 mio minus € 3 mio aan renteopbrengsten gedurende de faillissementsperiode van SNSR), waardoor een netto actief resteert van € 1,389 mrd.

Een aantal belanghebbenden, waaronder FNV, Italiaanse obligatiehouders, Andalusian Global, Stichting Beheer, Brigade c.s., [UU] en 't Stockpaert hebben in hun commentaar op het concept-bericht betoogd, dat deskundigen in het faillissementsscenario ten onrechte hebben aangenomen dat de post faillissementsrente (rente vervallen ná faillissementsdatum) voor verificatie in het veronderstelde tweede faillissement van SNS Bank en in het eerste faillissement van SNSR in aanmerking zou zijn gekomen. Samengevat stellen belanghebbenden dat verificatie van de ná faillissementsdatum vervallen rente in strijd is met art 128 FW, ook indien de rentevorderingen worden ingediend via een 403 vordering. Verificatie zou in strijd zijn met het fixatiebeginsel, dat ten grondslag ligt aan artikel 128 FW.

Deskundigen zijn van oordeel dat in lijn met H.R. 24 juni 2016, NJ 2016,497 de ná faillissementsdatum vervallen rente wel degelijk voor verificatie in aanmerking komt indien er bij beëindiging van het faillissement (bij het verbindend worden van de slotuitdelingslijst) sprake is van een boedeloverschot, zoals bij het veronderstelde faillissement van SNS Bank het geval zou zijn geweest. De wijze van afwikkeling van het boedeloverschot ná het verbindend worden van de slotuitdelingslijst is beschreven in Hoofdstuk 7.12. Zoals in het concept-bericht opgemerkt kunnen de rentevorderingen ingevolge artikel 128 FW niet in het faillissement worden geverifieerd, echter de over de geverifieerde vorderingen lopende rente na de faillietverklaring loopt wel door. De gefailleerde is de doorlopende rente verschuldigd gebleven. Het boedeloverschot dient derhalve aangewend te worden om de sedert faillissementsdatum vervallen rente te betalen. Indien het boedeloverschot ontoereikend is om de vervallen rente te betalen, dient op verzoek van de vereffenaar een tweede faillissement te volgen.

In dit tweede faillissement kan de rente, als zijnde pré faillissementsrente, wèl geverifieerd worden. Aldus zien deskundigen geen reden op grond waarvan bedoelde rente in het tweede faillissement van SNS Bank niet verifieerbaar zou zijn geweest. Artikel 128 FW is in het tweede faillissement niet van toepassing.

Op grond van de ontvangen commentaren op het concept-bericht zien deskundigen wel aanleiding in het faillissementsscenario niet langer uit te gaan van de mogelijkheid, dat de in het tweede faillissement van SNS Bank geverifieerde doch onvoldaan gebleven rente langs de weg van 403, voor verificatie in aanmerking zou zijn gekomen in het eerste faillissement van SNSR.

Aanvankelijk stelden deskundigen zich op het standpunt dat de rentevorderingen wel verifieerbaar zouden zijn in het eerste faillissement van SNSR als hoofdelijk schuldenaar, indien en zodra deze vorderingen in het tweede faillissement van SNS Bank geverifieerd zouden zijn. Aan dat standpunt legden zij onder andere ten grondslag dat art. 128 Fw niet ziet op de verhouding tussen de schuldeisers en een hoofdelijk schuldenaar. Bovendien achtten de deskundigen het maatschappelijk en bedrijfseconomisch onjuist dat in het faillissement van een bank de 403-rentevorderingen niet verifieerbaar zouden zijn in het eerste faillissement van SNS Reaal.

Deskundigen hebben de kwestie van de verifieerbaarheid van de 403 rente in het faillissement van SNSR ter advisering voorgelegd aan prof.mr.drs. M. Haentjens. Het advies wordt als **Bijlage 10** aan dit rapport gehecht. Op grond van dit ingewonnen advies, mede gezien de ontvangen commentaren en alle omstandigheden in acht genomen, achten deskundigen het nader overwegende niet onaannemelijk dat verificatie van deze rentevorderingen in het eerste faillissement van SNS Reaal in strijd zou zijn met art. 128 en 136 lid 1 Fw., alsmede met de paritas creditorum, zijnde één van de hoofdbeginselen van het faillissementsrecht, nu de

rentevorderingen van de crediteuren van SNSR, vervallen ná faillissementsdatum, ook niet voor verificatie vatbaar zouden zijn geweest.
Deze redenering leidt er dan echter wel toe dat bij het verbindend worden van de slotuitdelingslijst in het faillissement van SNSR eveneens sprake van een boedeloverschot zou zijn geweest. Vooralsnog uitgaande van een netto boedelactief van € 1,389 mrd zouden in het faillissement van SNSR de concurrenten (€ 620 mio) en de AGL's (€ 376 mio) volledig betaald hebben gekregen, waarna bij beëindiging van het faillissement van SNSR nog een boedelsaldo van afgerond € 393 mio zou hebben geresteerd (1.389 minus 996).

Deskundigen gaan er daarbij vanuit dat de Core Tier 1 Capital Securities van de Staat (€ 564 mio) en de Stichting Beheer (€ 423 mio) in het faillissement van SNSR niet voor aflossing in aanmerking zouden zijn gekomen omdat in de toepasselijke condities expliciet staat vermeld dat deze vorderingen, conform de van toepassing zijnde voorwaarden, achtergesteld zijn bij alle overige preferente, concurrente en achtergestelde vorderingen (derhalve ook bij de rentevorderingen van de AGL's) en voorts dat beide securities in rangorde gelijk zijn aan gewone aandelen en aandelen B (pari passu). Om deze reden classificeerde DNB de securities als core Tier 1 capital, aldus het persbericht van SNSR d.d. 13 november 2008. Voor een nadere toelichting wordt verwezen naar de toelichting bij balanspost 22 in Hoofdstuk 7.13.

Indien en voor het geval het Gerechtshof of de H.R. in hoger beroep/cassatie onverhoopt expliciet of impliciet mochten oordelen, dat Nederlandse Staat en/of de Stichting Beheer wel voor uitdeling in het faillissement van SNSR in aanmerking zouden moeten komen, zou het surplus moeten worden uitgedeeld in overeenstemming met de uitspraak in hoger beroep of cassatie. Deskundigen kunnen echter thans niet anders dan de uitspraak van de Rechtbank Amsterdam in deze te volgen.

Het surplus in het tweede faillissement van SNSR zou in lijn met H.R. 24 juni 2016, NJ 2016,497 verdeeld moeten worden onder de post faillissementrenteclaims van SNSR en de renteclaims van de 403 claimanten. Beide rentevorderingen zijn in het tweede faillissement van SNSR, zoals gezegd, verifieerbaar. Vraag is dan nog of de renteclaims van de AGL's van SNSR ook zouden moeten meedelen in het surplus. Aangezien krachtens de van toepassing zijnde voorwaarden ook de rente op de achtergestelde vorderingen achtergesteld is, komt deze rente niet voor betaling in aanmerking, gezien de omvang van de concurrente renteclaims.

Geconstateerd wordt, dat in het eerste faillissement van SNSR het aan het einde van het faillissement resterende boedeloverschot ten belope van afgerond € 393 mio minder zou hebben bedragen dan de ter verificatie ingediende 403 rente vanaf faillissementsdatum ad € 14,954 mrd en de rente vervallen nà faillissementsdatum over de concurrente schulden van SNSR ad € 612 mio met gevolg, dat op verzoek van de vereffenaar voor SNSR in liquidatie een tweede faillissementsprocedure zou zijn geopend en het boedeloverschot in het tweede faillissement aan geverifieerde schuldeisers zou zijn uitgekeerd met inachtname van de wettelijke rangorde.

Het hiervoor genoemde bedrag ad € 14,954 mrd wordt in het volgende addendum nader gespecificeerd.

Addendum: Resterende Schulden SNS Bank Conform 403-verklaring Concurrent in Faillissement SNSR

Resterende Schulden (opgebouwde rente) SNS Bank Conform 403-verklaring Concurrent in Faillissement SNS REAAL

Concurrente Schulden	31/1/2013	Achtergestelde Schulden	31/1/2013
Spaargelden	5,715	Achtergestelde Obligatie @ 4.238%	4
Schulden aan Klanten	2,106	Achtergestelde Obligatie @ 5.750%	-
Onderhandse Leningen van Klanten	1,286	Achtergestelde Obligatie @ 6.625%	37
Schulden aan Banken	2,252	Achtergestelde Obligatie @ 11.250%	-
LTRO Leningen	-	Achtergestelde Obligatie @ 6.250%	243
Leningen / Schuldbewijzen	2,433	Participatiecertificaten	-
Covered Bonds	-	Achtergestelde, Onderhandse Lening @ 5.250%	0
Te betalen gelden Betalingsverkeer	272	Achtergestelde, Onderhandse Lening @ 6.830%	11
Lopende Rente Spaargeld	39		
Lopende Rente Overige Schulden	213		
Crediteuren	225		
Overige Schulden	119		
Totaal	**14,659**	**Totaal**	**295**

Resumerend kan gesteld worden dat in het eerste faillissement van SNSR de concurrente schulden ad € 620 mio en de achtergestelde schulden ad € 376 mio volledig zouden zijn voldaan. In het tweede faillissement van SNSR zou aldus uit het surplus ad afgerond € 393 mio op de concurrente rentevorderingen nog 2,523% zijn uitgekeerd, neerkomend op € 377 mio voor de 403 rentevorderingen en op € 15 mio voor de rentevorderingen van de concurrente schuldeisers van SNSR. Van het bedrag ad € 377 mio zou een bedrag van € 7,4 mio[122] zijn toegekomen aan de achtergestelde schuldeisers van SNS Bank.

De houders van de Core Tier 1 Securities zouden geen enkele uitkering hebben ontvangen. Hetzelfde geldt voor de post faillissementsrente op alle overige achtergestelde schulden van SNSR.

[122] Gelieve op te merken dat vanwege het specifieke karakter van de Poseidon lening, achtergesteld, doch niet achtergesteld qua rentebetaling, de uiteindelijk uit te keren rente op de gezamenlijke achtergestelde schulden van SNSR afgerond € 7,5 mio bedraagt.

Hoofdstuk 8. Vaststelling van de werkelijke waarde van de onteigende effecten en vermogensbestanddelen in het CVC-scenario

Zoals nader toegelicht in Hoofdstuk 6 van dit rapport, komen deskundigen tot de conclusie dat het zogenaamde CVC-scenario een levensvatbaar toekomstperspectief zou zijn geweest voor SNS Bank en SNSR vanaf 1 februari 2013, het tijdstip van de onteigening. De belangrijkste onderliggende argumenten zijn hierbij samengevat als volgt:

- Op basis van een maximaal benodigde afboeking van € 2,4 mrd op PF per medio juni 2012, zou de kapitaalinjectie van € 1,4 mrd, middels een zogenaamde 'discounted rights issue' in het plan van CVC een voldoende kapitaalbuffer voor SNS Bank hebben gegeven, uitgaande van het separeren van PF, in combinatie met een extra vermogensinjectie van € 400 mio middels een superachtergestelde lening van de drie Nederlandse grootbanken;
- Vervolgens zou PF in ditzelfde plan een eigen vermogen van ruim € 300 mio krijgen, te financieren door de Staat, het restant van de genoemde superachtergestelde lening (van in totaal € 550 mio) van de drie grootbanken en een klein deel door de Stichting Beheer. Dit eigen vermogen had ook nog vrij eenvoudig hoger kunnen uitvallen, indien er een bepaalde mate van resolutieheffing was geïntroduceerd voor de Nederlandse banken (bijvoorbeeld ter hoogte van € 450 mio, waardoor de totale injectie door de drie grootbanken netto weer ongeveer gelijk zou zijn geweest aan de € 1 mrd, zoals daadwerkelijk geheven in het kader van de nationalisatie) – echter, dit maakte geen expliciet onderdeel uit van het CVC-scenario;
- Hiernaast was CVC nog van plan een zogenaamde Liability Management exercitie door te voeren, waardoor aan alle houders van achtergestelde Tier-1 schulden, zowel bij de bank als bij de Holding, een aanbod was gedaan om hun schulden in te ruilen voor een ander (schuld) instrument, met een actuele waarde gelijk aan 25% van de nominale waarde van deze Tier-1 schulden;
- Daarnaast overwoog CVC nog een mogelijke combinatie met ASR, hetgeen significante synergieën had kunnen opleveren, maar dit onderdeel van het plan is op het laatste moment geschrapt en bleef hiermee alleen een mogelijke toekomstige actie.

Vervolgens komt de vraag aan de orde wat de gevolgen zouden zijn geweest van dit scenario voor de waarde van SNSR per peildatum. Deskundigen kiezen er hierbij voor om de waarde van de diverse vermogensbestanddelen af te leiden van de totale waarde van het eigen vermogen van SNSR per peildatum, zoals nader toegelicht in Hoofdstuk 4. Zoals door de Ondernemingskamer gevraagd, is hierbij waarde gedefinieerd als de prijs die, gegeven het objectief vastgestelde toekomstperspectief, tussen redelijk handelende partijen op het tijdstip van onteigening zou zijn overeen gekomen bij een veronderstelde vrije verkoop van de onderscheiden effecten respectievelijk vermogensbestanddelen in het economische verkeer.

Per peildatum was de waarde van het eigen vermogen van SNSR als volgt (zie Hoofdstuk 4.4): € 1,1 mrd vóór de benodigde impairment op de vastgoedleningen (en vastgoed objecten) van PF. Als eerder uitgebreid beargumenteerd deze afboeking was ongeveer € 2 mrd groot op een zogenaamde pre-tax basis[123]. Vervolgens zou dit een nettowaarde-impact hebben opgeleverd van negatief € 1,5 mrd en zou aldus een negatief eigen vermogen van ca. -/- € 400 mio zijn geresteerd. De te verstrekken lening van de drie banken

[123] Zijnde € 2,4 mrd benodigde impairment op basis van de situatie per medio 2012 en vervolgens hiervan nog circa € 1,6 mrd te gaan op de peildatum plus een extra afboeking voor het negatieve eigen vermogen van PF op datzelfde moment.

zou vervolgens voor een aanzuivering van het negatieve eigen vermogen hebben gezorgd, waarbij ook nog kapitaal zou zijn overgebleven voor een verdere funding van PF. Als laatste zou dan de kapitalisatie middels de rights issue (claimemissie) gaan plaats vinden, waardoor de waarde van het totale eigen vermogen van SNSR feitelijk bijna helemaal (voor 98%) gelijk zou zijn geworden aan de opbrengst van deze emissie, hetgeen ook CVC verwachtte. Immers, elke hierbij opgehaalde Euro zou ook weer direct een stijging van de waarde van het eigen vermogen met 1 Euro hebben vertegenwoordigd. Na de emissie zouden alle originele gewone aandeelhouders (inclusief de gewone aandelen, zoals verkregen door de Staat en de Stichting Beheer na conversie van hun CT-1 stukken) tezamen de resterende 2% van deze waarde hebben uitgemaakt, waarbij de B-aandelen zouden zijn afgestempeld volgens plan.

Deskundigen concluderen dan ook dat op deze wijze het eigen vermogen van SNSR in haar totaliteit € 1,43 mrd waard zou zijn geweest per peildatum in dit toekomstperspectief. Deze waarde is tevens ook de maximale waarde; immers, ondanks alle goede plannen van CVC was er op dat moment nog heel wat werk te verrichten en hiermee nog veel te vroeg om eventueel bereikbare extra elementen/synergieën/stille reserves al mee te nemen in deze waarde.

Zoals in detail aangegeven in Hoofdstuk 6, zou deze totale waarde van het eigen vermogen hebben geleid tot de volgende uitsplitsing over de relevante vermogensbestanddelen, voor zo ver deze onderdeel uitmaakten van het eigen vermogen, per peildatum:

- Gewone aandelen SNSR, zoals genoteerd tot aan 1 februari 2013: € 4,3 mio (0,3% van de gewone aandelen na de claimemissie);
- Aandelen B SNSR: nihil;
- Stichting Beheer SNS Reaal's Core Tier-1 capital securities, omgezet naar 0,8% gewone aandelen: € 11,6 mio.

Als eerder aangegeven, de Staat zou na de emissie 35,2% van de aandelen bezitten, zijnde 0,9% uit hoofde van de conversie van haar originele Core Tier-1 capital securities, plus 35% van 98%, zoals verkregen in ruil voor haar participatie in de emissie. De overige aandelen (63,7% oftewel 65% van 98%) zouden dan door CVC zijn gehouden. Hier dient verder nog opgemerkt te worden dat bestaande gewone aandeelhouders (lees: de gewone aandelen, zoals in handen van het publiek voor de claimemissie) de kans zou worden geboden mee te participeren in de claimemissie voor maximaal € 200 mio. Indien dit zou zijn gebeurd, dan zou dit geen impact op de waarde van de gewone aandelen in handen van deze aandeelhouders op de peildatum hebben gehad, aangezien deze laatste datum nog voor de claimemissie zou zijn geweest; bovendien zou de claim, zoals gebruikelijk, marktconform geprijsd zijn.

Vervolgens de waarde van de achtergestelde schulden, zowel bij SNS Bank als bij SNSR in dit toekomstperspectief. Hier hebben deskundigen gemeend aansluiting te moeten zoeken bij de door CVC geplande Liability Management exercise. In dit onderdeel van het plan beoogde CVC een bieding uit te brengen op alle Tier-1 achtergestelde schulden van zowel SNS Bank als ook SNSR voor 25% van de onderliggende (nominale) waarde. Dit geeft hiermee een waarde indicatie van de volgende vermogensbestanddelen (allen Tier 1)[124]:

- De 11,25% achtergestelde obligaties SNS Bank - nominale waarde € 320 mio: waarde van € 80 mio;
- De 5,75% achtergestelde obligaties SNS Bank – nominale waarde € 11,0 mio: waarde van € 2,74 mio;
- De 6,258% achtergestelde obligaties SNSR – nominale waarde € 250 mio: waarde van € 62,5 mio.

[124] Hoewel de door SNS Bank in 2002 uitgegeven participatiecertificaten volgens het toepasselijke Prospectus als Tier 1 achtergestelde schulden werden aangemerkt, werden deze certificaten in het CVC voorstel niet als Tier 1 achtergestelde schulden aangemerkt.

Vervolgens resteren de Tier-2 achtergestelde schulden, zowel de publieke als ook de onderhandse, bij zowel SNS Bank als SNSR. Allereerst is het belangrijk op te merken dat Tier-2 achtergestelde schulden bij SNSR een hoger risicoprofiel hebben dan hun soortgenoten bij SNS Bank; immers, vanwege de zogenaamde 403-verklaring van 'moeder' SNSR voor haar deelneming SNS Bank, zijn de Tier-2 achtergestelde schulden van SNS Bank zowel gedekt (uiteraard na de concurrente schuldeisers) door activa van SNS Bank alsook, indien nodig (in gelijke rangorde met de concurrente schuldeisers), door de activa van SNSR. Voor de achtergestelde schulden bij de moeder geldt dat zij in rang moeten laten voorgaan alle concurrente schulden, waaronder alle 403 claims, opkomend vanuit SNS Bank.

Qua prijsvorming observeren deskundigen dat de publieke achtergestelde schulden in januari 2013 (gemiddeld) ongeveer tussen de 75% en 80% noteerden voor de Tier-2 achtergestelden bij SNS Bank. Hier kan nog worden toegevoegd dat wel een duidelijk dalende trend in deze maand zichtbaar was. Hoewel deskundigen zich realiseren dat de liquiditeit van de handel in deze achtergestelde schulden niet bijster hoog was, menen zij toch, dat deze prijsniveaus een redelijke indicatie waren voor de waarde van deze vermogensbestanddelen, indien het CVC-scenario tot uitvoering zou zijn gekomen. Zij baseren zich hierbij mede op de uitkomsten van het faillissementsscenario, als nader geschetst in Hoofdstuk 7. Zoals uiteengezet in dit laatste hoofdstuk, zouden de achtergestelde schuldenaren van SNS Bank in een run-off vrijwel zeker hun onderliggende waarde terug hebben gekregen, zij het dat hier wel 10 jaar of zelfs iets langer (de run-off periode) op gewacht zou moeten worden. Vandaar dat de contante waarde van deze zeer waarschijnlijke terugbetaling een goede indicatie van hun waarde, als bovenstaand gedefinieerd, per peildatum is; gebruik makend van een risicovrije rentevoet van ongeveer 2,0 tot 2,5%, hetgeen per peildatum een goede indicatie was voor risicovrije beleggingen met een tijdshorizon van ongeveer 10 jaar tot 15 jaar, volgt dan een waarde gelijk aan ongeveer 75% van de nominale waarde. Ook in het CVC-scenario zouden de Tier-2 achtergestelde schulden dus voorlopig rond 75% zijn blijven noteren, naar het oordeel van deskundigen, vanwege de eenvoudige observatie dat ook een uiteindelijk mogelijkerwijs succesvolle CVC-aanpak nog veel voeten in de aarde zou hebben gehad en zeker niet per direct een kans van slagen van 100% zou hebben; hiertoe waren de problemen en uitdagingen van SNS Bank en REAAL op dat moment eenvoudigweg nog te groot.

Voor de Tier-2 achtergestelde schuld bij SNSR ligt de conclusie met betrekking tot de waarde naar het oordeel van deskundigen iets meer genuanceerd. Immers, deze schuldtitels zouden bij een faillissement van SNS Bank en SNSR (hetgeen zich ook nog steeds na een eventueel onsuccesvolle CVC-tussenkomst had kunnen materialiseren) geen enkele uitkering tegemoet hebben kunnen zien (zie Hoofdstuk 7 voor meer details). Tegelijkertijd kent de Tier-2 van SNSR, althans in theorie, een iets lager risicoprofiel dan de Tier-1 van dezelfde Holding. Op basis van implied yields (zowel tussen Tier-1 en Tier-2's van de bank als ook van de Holding, voor de periode voor 17 december 2012 toen alle Tier-2's SNSR in handen kwamen van twee partijen en dus prijsvorming nadien irrelevant werd) stellen deskundigen daarom voor om de waarde van Tier-2's SNSR vast te stellen op 35% van hun nominale waarde, waardoor zij feitelijk ongeveer 40% meer waard zouden zijn dan de Tier-1's bij dezelfde Holding. Hierbij dient wel aangetekend te worden dat deze Tier-2's dan ook hoger in waarde zouden zijn dan de Tier-1's van SNS Bank, die op 25% staan, vanwege de geplande tender offer van CVC op deze hoogte.

Aldus volgen dan deze waarde-indicaties voor de Tier-2 achtergestelde schulden, waarbij dezelfde prijs-percentages zijn gebruikt voor de onderhandse achtergestelde schulden:

- Op het niveau van SNS Bank (prijs ad 75%):
    - De 6,25% achtergestelde obligaties - nominale waarde € 262 mio: waarde van € 196,8 mio;
    - De 6,625% achtergestelde obligaties - nominale waarde € 36,5 mio: waarde van € 27,4 mio;
    - De 4,238% Floating Rate achtergestelde obligaties - nominale waarde € 5 mio: waarde van € 3,75 mio;

- SNS Participatie Certificaten 3 - nominale waarde € 56,7 mio: waarde van € 42,6 mio[125];
- De Poseidon lening 1999-2019 - nominale waarde € 0,32 mio: waarde van € 0,24 mio;
- De Ohra lening 1999-2024 - nominale waarde € 11,3 mio: waarde van € 8,5 mio;

- Op het niveau van SNSR (prijs ad 35%):
  - De 8,45% achtergestelde obligaties - nominale waarde € 73,8 mio: waarde van € 25,8 mio;
  - De Van Doorn lening 2000-2020 (7,13%) - nominale waarde € 20 mio: waarde van € 7 mio;
  - De Van Doorn lening 2000-2020 (7,10%) - nominale waarde € 10 mio: waarde van € 3,5 mio;
  - De Stichting FNV lening 1997-2014 - nominale waarde € 20,8 mio: waarde van € 7,3 mio.

Op verzoek van de Ondernemingskamer hebben deskundigen tevens de SNS Participatie Certificaten 3 gewaardeerd, ervan uitgaande dat deze niet als achtergesteld moeten worden beschouwd, hetgeen in bovenstaand overzicht wel is aangenomen. In lijn met de concurrente schulden van SNS Bank zou de waarde van deze certificaten dan op 100% van de nominale waarde uitkomen. Dit zou betekenen dat deze participatiecertificaten dan een waarde per peildatum zouden hebben van € 56,7 mio.

Tot slot, deskundigen hebben in het kader van de vaststelling van de werkelijke waarde tevens onderzocht of en in welke mate de door de Staat in 2008 in de vorm van Core Tier-1 capital securities verleende staatssteun (€ 750 mio waarvan nog € 565 mio resteert) een kwantificeerbaar waardeverhogend effect heeft gehad op de onteigende effecten en vermogensbestanddelen. Hetzelfde geldt op overeenkomstige wijze voor eventuele andere steun die zou zijn verleend, bijvoorbeeld in de vorm van door de Staat verstrekte garanties. Conclusie hierbij is dat deze staatssteun niet waardeverhogend heeft gewerkt, waarbij de impact van de Core Tier-1 capital securities op de bestanddelen van het eigen vermogen is meegenomen middels de conversie van de Core Tier-1 stukken naar gewone aandelen volgens het CVC-plan. Het ging de facto simpelweg om een op de balans van SNSR staande hybride en bij alle (achtergestelde) obligaties achtergestelde lening met een Tier-1 status, die volledig inclusief een boete van 50% door SNSR terugbetaald moest worden. Er was geen sprake van een niet terug te betalen subsidie of van een verstrekking van het bedrag á fonds perdu.

[125] Participatie Certificaten zijn feitelijk Tier 1 achtergestelde schulden, doch door CVC niet als zodanig meegenomen in haar beoogde tender offer van 25% op dit type schulden in het kader van de Liability Management exercise.

Hoofdstuk 9. Vaststelling van de werkelijke waarde van de onteigende effecten en vermogensbestanddelen in het faillissementsscenario

Zoals nader toegelicht in Hoofdstuk 7 van dit rapport, komen deskundigen tot de conclusie dat het zogenaamde faillissementsscenario een relevant toekomstperspectief zou zijn geweest in het kader van de bepaling van de schadeloosstelling voor onteigende eigenaren van effecten en vermogensbestanddelen van SNS Bank en SNSR op 1 februari 2013, het tijdstip van de onteigening. In een dergelijk scenario zouden curatoren hebben geopteerd voor een zogenaamde run-off van SNS Bank, in combinatie met een faillissement van SNSR (de Holding, waarin slechts de deelnemingen in SNS Bank en REAAL zitten, naast de waardevolle activiteiten van SNS Asset Management). De belangrijkste onderliggende argumenten zijn hierbij samengevat als volgt:

- Indien DNB kort na genoemde peildatum een verzoek had gedaan om toepassing van de noodregeling voor SNS Bank, hetgeen zij van plan zou zijn geweest indien de opgelegde deadline van 31 januari 2013 18.00 uur niet zou zijn gehaald en de Minister niet tot onteigening zou zijn overgegaan, welke noodregeling in dat geval een realistisch alternatief zou zijn geweest voor de uitdagingen waar SNS Bank en SNSR zich mee geconfronteerd zagen, dan zou deze vrijwel zeker zijn toegewezen en naar het oordeel van deskundigen op korte termijn gevolgd zijn door faillissement;
- In een faillissement dienen curatoren ten behoeve van alle schuldeisers het vermogen te gelde te maken voor een zo hoog mogelijke prijs. In geval van een bankfaillissement zijn er dan feitelijk twee mogelijkheden: (i) een directe liquidatie van de activa, veelal in hoofdzaak bestaand uit diverse vormen van (hypothecaire) leningen en beleggingen, en (ii) een zogenaamde run-off, een uitdienscenario, waarbij de uitstaande leningen worden gecontinueerd en zo goed mogelijk beheerd en uitgenut, middels de verwachte ontvangsten van rente en aflossing;
- Een directe liquidatie (ook wel fire sale genoemd), zeker in geval van een (groot) faillissement en uitdagende financiële markten, zal altijd gepaard gaan met een liquidatieprijs met een forse korting op de boekwaarde van de leningen. Een run-off daarentegen geeft juist bij een bank veel mogelijkheden voor relatief hoge toekomstige kasstromen om de eenvoudige reden dat leningnemers verplicht blijven om hun contractuele afspraken na te komen, ook in geval van faillissement van de leninggever, terwijl de belangrijkste kostenpost – die van de funding – geheel wegvalt. Belangrijke voorwaarde hier is dat de bank op de faillissementsdatum nog over voldoende liquiditeiten beschikt. Bij afwezigheid van een bank run voorafgaande aan de peildatum zou SNS Bank hebben kunnen beschikken over voldoende liquiditeiten in de aanvang. Doch zelfs indien van een bankrun sprake zou zijn geweest, hadden curatoren zeer waarschijnlijk voldoende boedelkrediet kunnen aantrekken om aan alle in de aanvang van het faillissement bestaande financiële verplichtingen (waaronder de verplichting om de pandhouders af te lossen) te kunnen voldoen[126]. Bovendien is een relevante voorwaarde dat de kwaliteit van de leningen zodanig goed is dat nakoming van contractuele afspraken door leningnemers ook te verwachten is;
- Aangezien bij SNS Bank aan beide genoemde voorwaarden werd voldaan (zeker voor de hypothecaire leningen) en het aantrekken van een boedelkrediet niet nodig zou zijn geweest, zouden curatoren aldus in de onderhavige situatie voor een run-off hebben gekozen.

Een dergelijke run-off is ook zeer profijtelijk, zoals eenvoudig kan worden aangetoond middels een blik op de relevante activa van SNS Bank op de peildatum. Deze zijn kort samengevat:

[126] Verwezen wordt naar de gang van zaken in het faillissement van DSB Bank.

1. Ruim € 50 mrd aan hypotheken van gemiddelde tot wellicht gering mindere kwaliteit;
2. Meer dan € 13,7 mrd aan liquide middelen en beleggingen;
3. Ruim € 9,5 mrd aan overige leningen, waarbij circa € 8 mrd aan leningen voor de financiering van de PF-vastgoedleningen.

Alleen de hypothekenportefeuille, waarvan circa € 40 mrd op eigen boek staat (na eliminatie van het volledig gesecuritiseerde deel), kan hierbij jaarlijks al € 1,5 mrd aan rente-inkomsten genereren, zelfs na een afboeking op dag 1 van het faillissement ter grootte van ruim € 1,25 mrd (ruim 3% van de portefeuille op eigen boek) op basis van verwachte defaults gedurende de run-off periode. Op basis van een door deskundigen ingeschatte run-off periode van 10 jaar en aflossingen ter grootte van 7,5% per jaar ontstaat op deze wijze een hoeveelheid totale toekomstige rente-inkomsten van bijna € 10 mrd, waartegenover ongeveer slechts circa € 900 mio aan kosten staan. Kortom: een extra kasstroom van ruim € 9,1 mrd.

In combinatie met de verwachte aflossingen op deze portefeuille kan aldus het in de aanvang van het faillissement bestaand vermogenstekort (negatief eigen vermogen) in de loop van de run-off volledig worden aangezuiverd, met gevolg, dat alle schuldeisers 100% van hun per faillissementsdatum geverifieerde vorderingen voldaan krijgen en naar verwachting vervolgens zelfs in de vereffeningsfase een significant deel van de sedert faillissementsdatum vervallen rente zullen ontvangen (ca. € 6 mrd). Aangezien bij de start van het faillissement dit eigen vermogen van SNS Bank bijna € 3,4 mrd negatief zou zijn (zoals met name ontstaan door: (i) benodigde afboeking bij PF en correctie voor het aldaar reeds aanwezige negatieve eigen vermogen, (ii) de afboeking op dag 1 op de hypotheekportefeuille en (iii) te nemen voorzieningen voor liquidatieverliezen, waaronder de nog verwachte 15% korting bij verkoop van het laatste deel van de hypotheken portefeuille na 10 jaar run-off), is er met deze € 9,1 mrd aan extra kasstroom na 10 jaar dus zelfs voldoende ruimte voor gedeeltelijke betaling van renteverplichtingen, zoals opgelopen vanaf faillissementsdatum. Hoewel de vergelijking met DSB Bank op een aantal punten mank gaat (met name omdat deze portefeuille niet alleen fors kleiner was, maar ook vooral kwalitatief behoorlijk veel minder), geeft de run-off die bij deze bank ook nu nog speelt aan, dat een dergelijk resultaat niet verrassend is.

Voor de schuldeisers van SNS Bank betekent deze run-off dus dat zij met aan zekerheid grenzende waarschijnlijkheid in elk geval hun nominale geleende bedragen terug kunnen verwachten na afloop van de run-off periode van 10 jaar. Het forse overschot aan middelen na terugbetaling van de nominale geleende bedragen geeft volgens deskundigen aan dat deze terugbetaling boven alle twijfel is verheven; middels diverse scenario's qua mogelijke run-off (andere looptijd c.q. ander tempo van aflossingen) hebben deskundigen ook nog gekeken of deze conclusie stand zou houden in andere situaties en het antwoord hierop is bevestigend.[127] De zogenaamde faillissementsladder (de wettelijke rangorde van schuldeisers) aflopend leidt dit meer precies tot het volgende:

- De separatisten (pandhouders) van SNS Bank krijgen allen direct hun geleende geld inclusief rente tot het moment van betaling terug, dat wil zeggen op het moment van de eerste tussentijdse uitdeling, gegeven het feit dat het in de aanvang aanwezige liquide boedelactief ruim voldoende is om de (door pandrecht gedekte) schulden inclusief rente aan de pandhouders af te lossen;
- De senior (concurrente) schuldeisers van SNS Bank krijgen vervolgens gedurende de 10-jaars periode hun gehele concurrente vordering terug, ervan uitgaande dat eventuele preferente schuldeisers allereerst integraal kunnen worden voldaan uit onder meer de getroffen liquidatievoorzieningen;

[127] Naar verwachting zal de looptijd minimaal 10 jaar bedragen en een langere run-off periode zal alleen maar tot meer extra kasstromen leiden. Het verwachte terugbetalingstijdstip zou dan, althans in theorie, ook later komen te liggen, doch deze beslissing (qua einde run-off) is uiteindelijk aan de curator; een eerder einde blijft mogelijk, maar zal waarschijnlijk leiden tot een hogere te accepteren discount bij verkoop van het restant van de portefeuille.

- De achtergestelde schuldeisers van SNS Bank krijgen hun gelden precies op het eind van de run-off periode terug, waarbij zij profiteren van de faillissementswet, die voorschrijft dat in het faillissement de *geverifieerde* schulden via de gedeponeerde uitdelingslijsten voldaan worden. Aangezien de ná faillissementsdatum vervallen rente weliswaar verschuldigd doch niet verifieerbaar is, kan deze rente niet tijdens het faillissement vóór aflossing van de achtergestelde schuldeisers aan de concurrente schuldeisers worden voldaan. Betaling van deze rente kan uitsluitend uit het boedeloverschot in het kader van vereffening ná faillissement plaats vinden. Indien ná de slotuitdeling aan de geverifieerde concurrente en achtergestelde schuldeisers nog baten mochten resteren, is er sprake van een boedeloverschot. Dit boedeloverschot kan in het kader van de vereffening van de vennootschap (lees: SNS Bank) in liquidatie door de vereffenaar (in de regel de voormalige curator) worden aangewend om de ná faillissementsdatum vervallen rente alsnog te betalen. Aangezien de nog te betalen rente, zoals verschuldigd na faillissementsdatum, na 10 jaar run-off zou zijn opgelopen tot circa € 15 mrd, kan deze niet volledig worden voldaan uit het boedeloverschot van circa € 6 mrd en zou partiële uitdeling van de rente aan de concurrente schuldeisers via een tweede faillissement van SNS Bank in liquidatie hebben plaats gevonden. Het geheel van de rentevorderingen van zowel de concurrente als de achtergestelde schuldeisers ter grootte van circa € 15 mrd zou uit hoofde van de verstrekte 403 verklaring ook als concurrente vordering zijn ingediend in het faillissement van SNSR, doch aldaar pas verifieerbaar en dus officieel erkend worden na het eerste faillissement van SNSR.

SNSR zou als aandeelhouder van SNS Bank uiteraard niets ontvangen hebben. Het parallelle faillissement van SNSR verloopt relatief eenvoudig; de curator zal aldaar vooral belast zijn met de verkoop van de andere deelneming, de verzekeraar REAAL, en de bijbehorende activiteiten van SNS Asset Management. Deskundigen schatten in dat deze verkopen, tezamen met de overige activa, een opbrengst na twee jaar zouden laten zien van ongeveer € 1,5 mrd. Tegenover deze opbrengst staan op het einde van de 10-jaars run-off periode de volgende schulden:

- Concurrente (senior) schulden ter grootte van € 620 mio;
- Achtergestelde schulden ter grootte van € 376 mio aan zogenaamde obligatieleningen (Tier-1 en Tier-2) en achtergestelde onderhandse leningen;
- Superachtergestelde vorderingen van € 987 mio, de zogenaamde Core Tier-1 capital securities in handen van de Staat en de Stichting Beheer.

Vanwege de gemaakte beheerskosten in deze 10-jaars periode bij SNSR bedraagt de uiteindelijke opbrengst na 10 jaar ongeveer bijna € 1,4 mrd; hiermee krijgen zowel de senior (concurrente) schuldeisers als ook de achtergestelde schuldeisers hun geleende geld volledig terug, waarbij ook hier de marge zodanig is dat dit zal geschieden met aan zekerheid grenzende waarschijnlijkheid. De superachtergestelde schuldeisers (de Staat en de Stichting Beheer) daarentegen krijgen vanwege de op hun leningen van toepassing zijnde voorwaarden niets terug.

Aldus resteert nog een batig saldo van naar schatting bijna € 400 mio en dit surplus kan vervolgens worden aangewend, na beëindiging van het eerste faillissement van SNSR, voor de betaling van opgelopen rente na faillissementsdatum. Deze bestaat voor ongeveer € 14,7 mrd uit (403) rente voor concurrente schuldeisers van SNS Bank, € 295 mio uit hoofde van artikel 2: 403 BW toe te rekenen aan de achtergestelde schuldeisers van dezelfde bank en € 612 mio aan opgelopen rente voor concurrente schuldeisers van SNSR. Aldus krijgen de voorlaatstgenoemden (de achtergestelde schuldeisers van SNS Bank) uit het faillissement van SNSR nog een rentebetaling van naar verwachting circa € 7,5 mio. Voor de eigenaren van onteigende effecten en vermogensbestanddelen op het niveau van SNSR betekent dit dat zij geen rente opgelopen na faillissementsdatum zullen ontvangen.

Voor een waardering per peildatum van deze verwachte inkomsten moet dan nog een relevante bijbehorende disconteringsvoet worden vastgesteld, welke het risicoprofiel weerspiegelt. Daar waar de terugbetaling van de nominale bedragen, als vermeld, met aan zekerheid grenzende waarschijnlijkheid zal geschieden (vanwege het eenvoudige feit dat aan het einde van het faillissement van SNS Bank ná voldoening van alle geverifieerde concurrente en achtergestelde schulden nog een boedeloverschot van circa € 6 mrd resteert), ligt dit voor het genoemde rentebedrag van € 7,5 mio iets anders. Dit bedrag aan rente kent namelijk het risico dat bepaalde relevante parameters bij de run-off van SNS Bank niet met zekerheid zijn vast te stellen (zoals bijvoorbeeld lengte van de run-off periode, verwachte ontwikkeling van de hypotheekrente en aflossingspatroon), waardoor de exacte omvang van de te ontvangen rentebetalingen, zoals opgelopen na faillissementsdatum, meer onzeker is dan de terugbetaling van de geverifieerde hoofdsommen en bovendien het ingeschatte batig saldo na het eerste faillissement van SNSR een verwachte omvang heeft, afhankelijk van de precieze opbrengst van de verkoop van REAAL en de bijbehorende activiteiten van SNS Asset Management.

Deskundigen menen daarom dat aan de aflossingen van de achtergestelde schulden van zowel SNS Bank als SNSR een contante waarde factor van 75% zou moeten worden toegekend, terwijl aan de te ontvangen rente een contante waarde factor van circa 55% zou moeten worden toegekend. De factor 75% is daarbij afgeleid van (i) een risicovrije rentevoet voor een 10-jaars periode van 2,0% per peildatum[128] en (ii) een zelfde type rentevoet voor een 15-jaars periode van 2,5%, waardoor ook een eventueel langere run-off periode dan 10 jaar wordt gereflecteerd, waarvan sprake zou kunnen zijn, vanwege bijvoorbeeld minder aflossingen per jaar dan wel de afweging voor een curator tussen verkoop van het restant van de portefeuille na 10 jaar tegen een bepaalde discount versus wellicht nog één of meerdere jaren extra wachten, afhankelijk van de omstandigheden op de financiële markten op dat moment. De factor 55% is afgeleid van een verwachte disconteringsvoet voor de meer risicovolle rentebetalingen van ongeveer 6% per jaar, zijnde ongeveer het middelpunt van 2,0% risicovrij versus 10% voor de kasstromen van REAAL.

Meer specifiek zijn de waarderingen van de onteigende effecten en vermogensbestanddelen van SNSR dan als volgt:

- De 8,45% achtergestelde obligaties – nominale waarde € 73,8 mio: waarde van € 55,4 mio;
- De Van Doorn lening 2000-2020 (7,13%) – nominale waarde € 20 mio: waarde van € 15 mio;
- De Van Doorn lening 2000-2020 (7,10%) – nominale waarde € 10 mio: waarde van € 7,5 mio;
- De Stichting FNV-lening 1997-2014 – nominale waarde € 22,7 mio: waarde van € 17 mio;
- De 6,258% achtergestelde obligaties – nominale waarde € 250 mio: waarde van € 187,5 mio.

Wellicht ten overvloede zij nog opgemerkt, dat de superachtergestelde schulden (de Core Tier-1 capital securities) en de aandelen (zowel de gewone als ook de aandelen B) van SNSR geen waarde vertegenwoordigen in het faillissementsscenario.

Voor de onteigende achtergestelde schuldenaren van SNS Bank is de uitkomst iets, zij het marginaal, rooskleuriger; zij krijgen na afloop van de run-off periode in het faillissement van SNS Bank niet alleen hun nominale bedragen (€ 703 mio) terug, doch in het faillissement van SNSR ook nog genoemde € 7,5 mio aan rente, zoals opgelopen na faillissementsdatum.

[128] Deze risicovrije rente is gebaseerd op een genormaliseerde yield op 10-jarige Duitse government strips, omdat deze staatsobligaties de beste benadering zijn van risicovrije rente in Euro. De normalisatie betreft een zogenaamd voortschrijdend gemiddelde, vanwege de relatief hoge volatiliteit van deze yield in de periode voor de peildatum. De zogenaamde 10-jaars spot rente op deze staatsobligatie was op de peildatum 1,8%.

Met inachtname van de hiervoor geschetste disconteringsvoet resulteert dit in 75% van de totale nominale waarde van € 703 mio, oftewel € 527,4 mio, plus 55% van € 7,5 mio (zijnde € 4,2 mio), bij elkaar uitkomend op afgerond € 532 mio.

Meer specifiek betekent dit voor de waarde van de onteigende effecten en vermogensbestanddelen van SNS Bank het volgende:

- De 6,25% achtergestelde obligaties - nominale waarde € 262 mio: waarde van € 200,2 mio (zijnde € 196,8 mio qua contante waarde van de aflossing nominaal en € 3,4 mio aan contant gemaakte rente vanaf faillissementsdatum);
- De 6,625% achtergestelde obligaties - nominale waarde € 36,5 mio: waarde van € 27,9 mio (zijnde € 27,4 mio plus € 0,5 mio rente vanaf faillissementsdatum);
- De 4% Floating Rate achtergestelde obligaties – nominale waarde € 5 mio: waarde van € 3,8 mio (zijnde € 3,75 mio plus € 0,05 mio rente vanaf faillissementsdatum);
- SNS Participatie Certificaten 3 – nominale waarde € 56,7 mio: waarde van € 42,6 mio (geen rente vanaf faillissementsdatum);
- De Poseidon lening 1999-2019 – nominale waarde € 0,32 mio: waarde van € 0,27 mio (zijnde € 0,24 mio aflossing plus € 0,03 mio rente vanaf faillissementsdatum)[129];
- De Ohra lening 1999-2024 – nominale waarde € 11,3 mio: waarde van € 8,7 mio (zijnde € 8,5 mio plus € 0,16 mio rente vanaf faillissementsdatum);
- De 11,25% achtergestelde obligaties SNS Bank - nominale waarde € 320 mio: waarde van € 240 mio (geen rente vanaf faillissementsdatum);
- De 5,75% achtergestelde obligaties SNS Bank – nominale waarde € 11,0 mio: waarde van € 8,2 mio (geen rente vanaf faillissementsdatum).

Voorts merken deskundigen nog het navolgende op. Op verzoek van de Ondernemingskamer hebben deskundigen tevens de SNS Participatie Certificaten 3 gewaardeerd, ervan uitgaande dat deze niet als achtergesteld moeten worden beschouwd. Gebaseerd op een vergelijking met de concurrente schulden, in geval van een faillissement, ontstaat dan een waarde die op ongeveer 90% van de nominale waarde zou liggen. Dit zou betekenen dat deze participatiecertificaten dan een waarde per peildatum zouden hebben van € 51,0 mio[130]. Hierbij dient te worden opgemerkt dat het relevante prijspercentage van concurrente schulden in het geval van faillissement (ca. 90%) wordt gedreven door het feit dat zij niet direct worden afgelost, doch in de loop van de veronderstelde 10-jaars periode aan run-off en vervolgens een deel van verschuldigde rente na faillissementsdatum zouden hebben misgelopen.

Tot slot, deskundigen hebben in het kader van de vaststelling van de werkelijke waarde tevens onderzocht of en in welke mate de door de Staat in 2008 in de vorm van Core Tier-1 capital securities verleende staatssteun (€ 750 mio waarvan nog € 565 mio resteert) een kwantificeerbaar waardeverhogend effect heeft gehad op de onteigende effecten en vermogensbestanddelen. Hetzelfde geldt op overeenkomstige wijze voor eventuele andere steun die zou zijn verleend, bijvoorbeeld in de vorm van door de Staat verstrekte

[129] Als eerder door deskundigen opgemerkt, deze achtergestelde lening is als enige *niet* achtergesteld qua rentebetaling en deelt dus meteen mee in betaling van sinds faillissementsdatum opgebouwde rente, gelijk met de senior (concurrente) schuldeisers van de bank.

[130] Gelieve hier op te merken dat Participatie Certificaten dan vergelijkbaar zijn met de concurrente schulden qua verwachte aflossing, doch geen recht hebben op rente na de faillissementsdatum, in tegenstelling tot de concurrente schulden.

garanties. Conclusie hierbij is dat deze staatssteun in een faillissementssituatie niet waardeverhogend zou hebben gewerkt, hetgeen als volgt kort kan worden toegelicht.

De hiervoor bedoelde staatssteun is op zakelijke voorwaarden verleend. Tegenover het voordeel van het verkrijgen van steun stond de verplichting van SNSR tot terugbetaling van die steun, vermeerderd met de overeengekomen substantiële boeterente, zodat verdiscontering een neutraal effect heeft op de waardering van het onteigende. Deskundigen delen de opvatting van de Hoge Raad[131] in deze.

Deskundigen zijn van oordeel dat de staatssteun in geval van faillissement van SNSR geen waardeverhogend effect zou hebben gehad op de onteigende effecten en vermogensbestanddelen. Het ging de facto simpelweg om een op de balans van SNSR staande hybride en bij alle (achtergestelde) obligaties achtergestelde lening met een Tier-1 status, die volledig inclusief een boete van 50% door SNSR terugbetaald moest worden. Er was geen sprake van een niet terug te betalen subsidie of van een verstrekking van het bedrag á fonds perdu. Bovendien zijn alle onteigende effecten en vermogensbestanddelen met een positieve waarde in dit scenario meer senior dan de Core Tier-1 capital securities en dus kan laatstgenoemde hiertoe geen extra waarde hebben gecreëerd.

[131] Zie H.R. 20 maart 2015, NJ 2015/361.

Hoofdstuk 10. Ontvangen commentaren concept-deskundigenbericht

De ontvangen commentaren zijn integraal opgenomen in de voor belanghebbenden onder voorwaarden toegankelijke dataroom en worden hieronder kort en zakelijk samengevat en voorzien van een reactie door deskundigen, in de volgorde zoals die in processtukken wordt aangehouden. Het commentaar van DNB is toegevoegd, na het commentaar van MinFin, evenals dat van SNS Reaal Holding/Volksbank, zoals aan het eind wordt weergegeven. DNB en SNS Reaal Holding/Volksbank zijn weliswaar geen procespartijen, maar deskundigen hebben hen om commentaar gevraagd vanwege de rol die zij in het proces voorafgaand aan de onteigening hebben gespeeld.

10.1 Mr. R. de Haan (A&O) namens MinFin

10.1.1 Introductie

Deskundigen geven hieronder een reactie op het commentaar van de Minister. Hierbij beperken deskundigen zich zoveel mogelijk tot inhoudelijke zaken. Daarbij wordt ook aangegeven of en hoe dit tot aanpassingen in het deskundigenbericht heeft geleid.

Niet zo zeer van inhoudelijke aard verwijt de Minister deskundigen onder andere gebrek aan objectiviteit en partijdigheid. Deskundigen hechten eraan op deze plek deze verwijten ten stelligste te verwerpen. Deskundigen kunnen zich niet herkennen in het commentaar van de Minister waarin de onafhankelijkheid en onpartijdigheid van deskundigen ter discussie wordt gesteld. Deskundigen zijn zorgvuldig te werk gegaan en hebben op geen enkel punt hun persoonlijke mening of inschattingen van politieke aard laten meespelen.

Als voorbeeld van gebrek aan onpartijdigheid noemt de Minister een oordeel van deskundigen over ‘het vermeende gebrek aan regie’ bij MinFin en DNB. Dat is echter geen oordeel van deskundigen, maar dit is door een aantal geïnterviewde personen en adviseurs van partijen opgemerkt en door deskundigen in interviewverslagen vastgelegd (bron: interviews CVC Van Rappard en Becks; SNSR RvB Latenstein en Lamp). Om een mogelijk levensvatbaar toekomstperspectief te kunnen bepalen, is het noodzakelijk de context, omgeving (markt en maatschappelijk) en gedrag van relevante partijen te begrijpen. Voor iedere waardering is het van belang om de toekomstige ontwikkelingen te begrijpen, die voortkomen uit een specifieke situatie, in een markt en met spelers die ieder hun belangen, mogelijkheden en beperkingen hebben. Daarom was het belangrijk om niet alleen bestaande documenten te bestuderen, maar om ook via interviews met relevante personen deze context in beeld te krijgen. Dat hier een beeld uit naar voren komt dat MinFin en DNB in een bepaalde fase onvoldoende regie voerden, is niet bedoeld als ‘oordeel’ over het juist of onjuist handelen door de overheid, maar heeft in dit geval geleid tot de overtuiging dat bij meer regie en aansturing een alternatief voor faillissement, in de vorm van een publiek/private oplossing, denkbaar en mogelijk zou zijn geweest.

De Minister stelt tevens dat er van een regierol door MinFin geen sprake was en dat dit ook niet tot een taak van dit ministerie gerekend kon worden. Uit interviews met partijen, inclusief DNB en MinFin, blijkt dat DNB feitelijk de regierol had tot november 2012 en die rol toen aan MinFin doorgaf (zie: Interview DNB, pt. 4). MinFin heeft hierover opgemerkt dat zij de regierol alleen had voor ‘systeemverantwoordelijkheid’ en dat SNSR de verantwoordelijkheid had voor ‘de continuïteit van het bedrijf’. SNSR, CVC en hun adviseurs geven aan dat MinFin feitelijk de regierol had, omdat alles via hen moest lopen. Volgens SNSR had zij bijvoorbeeld de instructie van MinFin gekregen om niet met de 3GBs te praten. Hoe had zij zonder dat contact alle

stappen kunnen zetten om tot een oplossing te kunnen komen? Deskundigen leiden hieruit af dat MinFin feitelijk de regierol had om tot een oplossing te komen die buiten de 'continuïteit van het bedrijf' lag, waaronder een publiek/private oplossing met CVC gerekend kan worden. Deskundigen hebben het niet als hun taak opgevat om een oordeel over het optreden van MinFin, DNB of andere partijen te geven. Een beoordeling van het optreden van de overheid is in deze procedure niet aan de orde; de Raad van State heeft hierover een uitspraak gedaan en bepaald dat de Minister het besluit tot onteigening had mogen nemen.

Hier ligt echter een andere situatie voor, namelijk dat de onteigening moet worden weggedacht, om zo levensvatbare alternatieve toekomstscenario's te bepalen, als basis voor de prijs van de relevante effecten en vermogensbestanddelen, zoals in WFT-artikel 6:9 staat voorgeschreven. Faillissement, na aanvraag van de noodregeling, is dan een logische optie als realistisch toekomstscenario. Het CVC-scenario zou wellicht te verkiezen zijn geweest, alleen heeft die situatie zich in werkelijkheid niet voorgedaan, met name door de uiteindelijke keuze van MinFin in deze om het laatste voorstel van CVC (31 januari 2013) niet te accepteren. Uiteraard staat het MinFin geheel vrij om dit scenario niet te prefereren boven onteigening, maar hiermee is de vraag nog wel valide of MinFin hiermee een realistisch scenario heeft geblokkeerd, waarbij deskundigen een economisch perspectief hebben gekozen om dit te beoordelen in lijn met WFT artikel 6:9. Immers, een realistisch toekomstscenario dat op 31 januari, vlak voor het peilmoment, nog op tafel lag, zou als levensvatbaar kunnen worden aangemerkt, indien MinFin op louter economische gronden dit voorstel had kunnen of misschien wel moeten accepteren. Daarom moeten deskundigen wel een inschatting maken hoe partijen in die situatie gehandeld zouden kunnen hebben en tot welke uitkomsten dit zou hebben geleid. Daarbij hebben deskundigen vooral gekeken naar economische gronden en of er in zo'n scenario vergelijkbare burden sharing (vergelijkbaar met onteigening) mogelijk zou zijn geweest.

Namens de Minister bepleit A&O dat er geen politieke onwil was ten aanzien van het CVC-aanbod, dat deskundigen geen politieke onwil hadden mogen vaststellen en dat indien er toch politieke onwil zou zijn geweest, dit als feitelijk gegeven had moeten worden meegenomen (namelijk dat het CVC-scenario daardoor niet een realistisch toekomstscenario zou kunnen zijn). Deskundigen hebben duidelijk aangegeven dat zij gebrek aan bereidheid hebben kunnen vaststellen bij MinFin ten opzichte van het CVC-scenario. Dit blijkt o.a. uit een memo van MinFin (zie: memo 01.01.04.02.05, 4a notitie 3112013) 'het valt niet uit te leggen dat al deze risico's bij de Staat liggen, terwijl CVC zelf een aanzienlijk rendement maakt'. Uit de interviews met MinFin bleek ook dat dit standpunt al op 11 januari was ingenomen (zie: intern memo MinFin d.d. 11 januari 2013 en een hierbij horend vervolg d.d. 29 januari 2013). SNSR en CVC hebben, naar deskundigen begrepen, nooit echt te horen gekregen wat er nodig was om tot een acceptabele propositie te komen. Verder blijkt een gebrekkige bereidheid uit de keuze van MinFin om het alternatief 'bankenheffing als belangrijkste vorm van funding voor de bad bank' niet verder in te brengen in de onderhandelingen met CVC, ook al leek de EC hiermee te kunnen leven (reeds besproken met de EC op 10 januari 2013), hetgeen niet alleen bekend was bij MinFin, maar ook bij DNB. Tot slot hebben deskundigen ook niet goed kunnen achterhalen waarom op het allerlaatste moment de afboeking op PF plotseling nog met € 400 mio werd verhoogd, terwijl de Base Case van C&W niet tot deze verhoging concludeerde.

Een eventuele negatieve houding van MinFin ten opzichte van het CVC-scenario kan als feit echter niet meegenomen worden voor de beoordeling of een dergelijk scenario levensvatbaar zou zijn geweest, omdat anders ieder de Minister onwelgevallig scenario buiten beschouwing zou blijven en hij daarmee invloed heeft op de hoogte van de schadeloosstelling, tenzij de Minister hier overtuigende economische argumenten voor zou hebben. Eventuele politieke onwil, volgens deskundigen beter gezegd: gebrek aan bereidheid, kan daarom volgens deskundigen niet als relevant feit in aanmerking worden genomen bij de bepaling van mogelijk levensvatbare toekomstscenario's.

10.1.2 Algemene opmerkingen

Voorts worden onder 'algemene opmerkingen' in het commentaar van de minister enkele meer specifieke punten gemaakt:

- Te weinig bronvermelding, waardoor bevindingen onvoldoende navolgbaar en controleerbaar zouden zijn.
  Commentaar deskundigen: dit is, waar mogelijk en nuttig, uitgebreid. In reactie op de drie specifiek genoemde voorbeelden, het volgende.
    - Waardeverschil tussen Tier-1 en Tier-2 (achtergestelde) schuld SNSR in CVC-scenario wordt niet goed onderbouwd:

  Commentaar deskundigen: zie Hoofdstuk 8 p.251 van het deskundigenbericht. De onderlinge argumentatie is vrij eenvoudig: de Tier-2 schulden zijn vanuit hun karakter per definitie meer senior en hoger in rang dan Tier-1 schulden en kennen hier mee een lager risicoprofiel voor de eigenaar van dit type schuld. Dit verschil wordt ook duidelijk door het verschil in implied yield tussen beide typen schuld, waarbij de implied yield is afgeleid van de prijs van de schuldtitel. Op basis van historische prijzen (en hiermee implied yields) in een periode kort voorafgaand aan de peildatum is dit prijsverschil ongeveer 40%, waarbij Tier-2 schulden een factor 1.4x gemiddeld hoger noteren qua prijs. Op basis van het beoogde bod van CVC van 25% voor de Tier-1 schulden betekent dit een waarde van 35% voor de Tier-2 schuld bij SNSR.
    - Disconteringsvoet REAAL niet onderbouwd:

  *Commentaar deskundigen: zie Hoofdstuk 4 p.119 van het deskundigenbericht. Deskundigen bepalen de disconteringsvoet op reguliere wijze: de cost of equity is bepaald op basis van het Capital Asset Pricing Model, waarbij deze gelijk is aan 2% + 1.8 * 5% = 11% en 2% de relevante risicovrije rente is, 1.8 de zogenaamde beta en 5% de zogenaamde marktrisicopremie. Vervolgens is de cost of debt bepaald als 2% + 2% = 4%, zijnde de som van dezelfde risicovrije rente en een relevante credit rating gebaseerde spread van 2%. Vervolgens worden beide gewogen met hun relevante gewicht in de vermogensstructuur, 80-85% voor de cost of equity en 15-20% voor de cost of debt, leidend tot een gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet van (afgerond) 10%. Deze uitkomst wordt verder onderbouwd door soortgelijke rendementseisen volgens equity analysts (van onder andere ING, Deutsche Bank en RBS). De risicovrije rente van 2% is bepaald conform de rente op 10-jarige German government strips (in Euro genomineerd), aangezien dit type schuld voor Euro genomineerde kasstromen de beste benadering is voor risicovrij, waarbij deskundigen een normalisatieperiode toepassen van circa 2 jaar (middels een voortschrijdend gemiddelde) aangezien deze rentevoet redelijk volatiel was in de periode rondom de peildatum. Ter vergelijking op de peildatum was deze risicovrije rente gelijk aan 1,8%.*
    - Contante waarde factor voor rentebetalingen op achtergestelde schulden van SNS Bank, zoals verwacht na het 2e faillissement van SNS Bank, wordt niet goed onderbouwd:

  Commentaar deskundigen: zie Hoofdstuk 9 p.256 van het deskundigenbericht. Daar waar de aflossing van de achtergestelde schulden van SNS Bank met aan zekerheid grenzende waarschijnlijkheid zal worden verricht, is de betaling van de rente op deze schulden, opgelopen en verschuldigd na faillissementsdatum meer risicovol. Immers, deze rentebetalingen worden voldaan uit het batig saldo van het eerste faillissement van SNSR, resulterend na aflossing van alle geverifieerde schulden van SNSR m.u.v. de Core Tier 1 Securities. Dit batig saldo ontstaat uit de verkoop van de aandelen REAAL alsmede uit de tegeldemaking van de overige activa en is voor wat betreft de precieze omvang van de rentebetalingen voor de achtergestelde schuldeisers van SNS Bank mede afhankelijk van de assumpties ten aanzien van het run-off scenario. Deskundigen schatten in dat dit leidt tot een risicopremie van circa 4% (oftewel 6% disconteringsvoet), het middenpunt tussen risicovrij en de disconteringsvoet voor de verwachte kasstromen van REAAL. Dit leidt over een periode van 10 jaar tot een disconteringsfactor van 55%.

- Onvoldoende onderbouwing, zoals geconstateerd door Deloitte:
  Commentaar deskundigen: zie hieronder bij reactie inzake het faillissementsscenario.
- Geen keuze tussen 2 onderscheiden relevante toekomstscenario's gemaakt:
  Commentaar deskundigen: deskundigen komen tot de conclusie dat er twee realistische toekomstscenario's waren op de peildatum. Zij achten het niet relevant en ook feitelijk onmogelijk om beide scenario's te voorzien van een bepaalde kans van waarschijnlijkheid. Het faillissementsscenario dient in ieder geval als minimumwaarde genomen te worden, op basis van het 'no creditor worse off' principe, zoals ook voortvloeit uit de Interventiewet. Voor de titelhouders van onteigende achtergestelde schulden vertegenwoordigt het faillissementsscenario een hogere waarde ten opzichte van het CVC-scenario, hetgeen niet onlogisch is, vanuit het perspectief dat CVC niet significant meer zal bieden dan in het alternatief van een faillissement het geval zou zijn geweest. Voor onteigende aandeelhouders is de waarde in het faillissementsscenario nul en levert het CVC-scenario nog enige waarde op, doch gering in vergelijking met de vigerende beurskoers op de peildatum.
- Speculatie over meer of minder burden sharing:
  Commentaar deskundigen: inderdaad is burden sharing en de hoogte daarvan een keuze van de Minister; daar hebben deskundigen geen mening over willen geven. Maar bij nader onderzoek bleek deskundigen, dat een variant in de vorm van het CVC-scenario mogelijk was geweest, waarbij minimaal net zo veel (zo niet meer) burden sharing bereikt had kunnen worden als bij onteigening. Immers, CVC zou middels haar bijdrage aan de claimemissie van ruim € 900 mio ook een deel van de burden hebben gedragen. Bovendien had MinFin zich tot doel gesteld om de private bijdrage aan deze burden sharing zo groot mogelijk te maken.
- Beschrijving van APS/BB-structuren is te directief:
  Commentaar deskundigen: de overheidswerkgroep onder de naam Mercurius, zoals ook bevestigd in interviews, gaf aan dat elk scenario, niet zijnde onteigening of faillissement, een oplossing voor PF zou moeten bieden en dat die alleen via een APS of BB-structuur mogelijk was, omdat anders de EC geen goedkeuring zou geven. Vrijwel alle in aanloop naar de peildatum bekeken oplossingen hadden, voor het PF-gedeelte, de vorm van een APS/BB-structuur.
- Deskundigen kiezen partij voor Private Equity en zetten dit te zwaar aan:
  Commentaar deskundigen: deskundigen kiezen geen partij, maar hebben bekeken of er ruimte was om het CVC-scenario levensvatbaar te doen zijn.
- Keuze voor € 2,8 mrd afwaardering van de PF-portefeuille - deskundigen wordt niet gevraagd hier iets van te vinden:
  Commentaar deskundigen: natuurlijk is het de taak van deskundigen in een waarderingsvraag om te bekijken of benodigde afschrijvingen realistisch zijn of niet. In Hoofdstuk 4.2.2 hebben deskundigen duidelijk en expliciet aangegeven waarom € 2,4 mrd een prudente en daarmee voldoende afschrijving zou zijn van de PF-portefeuille.
- Irrelevant en 'van geen enkel gewicht' wat deskundigen vinden van de wijze van vaststelling van de schadevergoeding door de Minister, i.c. het niet laten maken van een liquidatiebalans:
  Commentaar deskundigen: uit de BRRD, die toen in de maak was, blijkt dat tenminste een liquidatiebalans gemaakt moet worden om 'no creditor worse off' te kunnen toepassen. De interpretatie van de Interventiewet op dit punt is identiek. Deskundigen hadden ook verwacht zo'n balans te kunnen raadplegen voor hun waarderingsopdracht. Het feit dat een liquidatiebalans niet is gemaakt is dus noemenswaardig in het rapport. Overigens bleek dat MinFin hiertoe wel opdracht had gegeven aan Morgan Stanley, haar adviseur, en een verzoek aan een aantal accountants had gedaan, maar geen van deze partijen heeft een liquidatiebalans opgesteld.
- Afslag voor vrije verkoop ontbreekt en onderbouwing waarom Fair Value volgens IFRS als waarderingsconcept voldoet aan de vereisten Interventiewet is onvoldoende:

Commentaar deskundigen: in Hoofdstuk 2.6 geven deskundigen hier duidelijk antwoord op. Het gaat om de waarde per relevant effect en vermogensbestanddeel, af te leiden op basis van de prijs die in het onderliggende toekomstscenario tot stand zou zijn gekomen tussen redelijk handelende partijen (koper en verkoper) bij een veronderstelde vrije verkoop. Een eventuele afslag voor vrije verkoop is hierbij volgens deskundigen niet aan de orde. Zie ook de bijbehorende voetnoot in deze paragraaf van het deskundigenbericht.

10.1.3 Saldocompensatiestelsel

De Minister verzoekt deskundigen om meer aandacht te besteden aan het effect van het saldocompensatiestelsel (2.55-56 Reactie A&O namens MinFin), zowel in het CVC-scenario als ook in het faillissementsscenario. De Minister stelt dat een geïnteresseerde koper voor REAAL in haar due diligence zeker een 'red flag' zou hebben gezien bij het creditsaldo van SRLev bij SNS Bank en dat het saldocompensatiestelsel als effect heeft dat REAAL/SRLev € 748 mio kapitaal tekort komt, dat een koper zou moeten aanvullen of hiervoor nieuwe financiering zou moeten aantrekken (5.19-20).

In 4.128-134 stelt de Minister dat de feiten van het saldocompensatiestelsel bekend moeten worden verondersteld (o.b.v. uitspraken Ondernemingskamer en Hoge Raad): SRLev heeft een creditsaldo van € 779 mio op r/c bij SNS Bank en REAAL heeft een debetsaldo van € 748 mio op r/c bij SNS Bank. Bij faillissement van SNS Bank zou het creditsaldo van SRLev als concurrente vordering in de boedel vallen; het zou jaren duren voordat deze wordt uitgekeerd. In de tussentijd heeft SRLev een kapitaaltekort, waarvan DNB zou eisen dat dit snel zou worden aangezuiverd. Koper zou alleen goedkeuring van DNB krijgen als dit vermeende kapitaaltekort (dat wordt gesteld op € 748 mio) zou worden aangezuiverd. Deloitte, als adviseur van A&O, berekent hiertoe de contante waarde van de financieringskosten op ca. € 230 mio (Notitie Deloitte 5.1.2.4 en 5.1.2.5).

Mogelijk zou REAAL haar debetsaldo met het creditsaldo van SRLev kunnen verrekenen. Deskundigen moeten bekijken of dat op basis van de documentatie van het saldocompensatiestelsel inderdaad kon. Dan nog zou SRLev met een tekort van € 748 mio blijven zitten, aldus de Minister. DNB zou waarschijnlijk aanzuivering vereisen door een koper. Een oplossing, zoals eind 2013 is uitgevoerd door REAAL met behulp van haar toenmalige aandeelhouder de Staat, is niet mogelijk, omdat die een lening door SNS Bank (van € 250 mio) aan REAAL inhield en een kapitaalstorting van SNSR (agiostorting van € 250 mio) aan REAAL, terwijl zowel SNS Bank als SNSR in faillissement zijn in het faillissementsscenario. Dochters van REAAL kunnen niet voldoende dividend uitkeren aan REAAL om haar schuld bij SNS Bank te voldoen. De oplossing zou in faillissement dus door een koper van REAAL moeten worden geboden, in combinatie met tijdsdruk, leidend tot een significante afslag.

Commentaar deskundigen: verwezen wordt naar Hoofdstuk 4 p.127 e.v. van het deskundigenbericht. In die tekst zijn enkele aanpassingen aangebracht t.o.v. het concept-bericht. Die komen erop neer dat:
- in het CVC-scenario geen wijziging in de waardering van REAAL nodig is, omdat het saldocompensatiestelsel bij CVC bekend was en in hun berekeningen dus moet zijn meegenomen, blijkens het onlangs door deskundigen ter inzage ontvangen due diligence-rapport 'Project Eiffel' van PwC voor CVC d.d. 30/1/2013[132];
- ook in het faillissementsscenario hoeft de waarde van REAAL in principe niet te worden verminderd, omdat niet aannemelijk is, vanuit het perspectief op peildatum, dat een potentiële koper van REAAL had verwacht extra kapitaal in REAAL, of dochters daarvan, te hebben moeten storten. Onder andere omdat DNB rond

[132] Het due diligence-rapport 'Project Eiffel' d.d. 30/1/2013 dat PwC voor CVC heeft opgesteld, hebben deskundigen ter inzage gekregen; vooralsnog is er geen goedkeuring dit stuk in de dataroom op te nemen.

peildatum niet had aangegeven dat er extra kapitaal bij zou moeten. Zelfs in juni 2013 hebben DNB, SNSR en KPMG het niet nodig gevonden aanpassingen, verband houdend met het saldocompensatiestelsel, in de openbare verslaggeving over 2012 te doen.

Dat dit later, eind 2013, toen het saldocompensatiestelsel werd geherstructureerd, mogelijk wel tot het inzicht zou hebben geleid dat er kapitaal bij zou moeten, is niet relevant voor de situatie en kennis van zaken op peildatum, omdat dat rond peildatum niet voorspelbaar was. Een curator van SNSR had er op peildatum vanuit kunnen gaan dat een mogelijke koper van REAAL een vergelijkbare waardering van REAAL had toegepast als CVC op 30/1/2013 had gemaakt (CVC zou zelfs een logische potentiële koper zijn geweest).

Los van de effecten van het saldocompensatiestelsel geeft het genoemde DD-rapport van CVC aan dat er ruimte was om een aantal onderdelen van REAAL anders te organiseren c.q. te verkopen, ook onder de marktomstandigheden rond peildatum, die kapitaalvrijval zouden opleveren. Het gaat hier om een z.g. closed book van SRLev (closed book betekent dat er geen nieuwe polissen worden toegevoegd en dat het boek efficiënt wordt uitgemanaged) en het DB (Defined Benefit) boek bij SRLeven. Bij elkaar zou dit volgens CVC/PwC ca. € 2,1 mrd kapitaal hebben kunnen vrijspelen. Deskundigen vinden het te speculatief om deze waarden zo mee te nemen, omdat er geen zicht was op een daadwerkelijke strategiewijziging dan wel transactie, waarin onderdelen verkocht konden worden, maar dit geeft wel aan dat er ruimschoots compensatie was voor het geval dat er in 2013/2014 een negatief effect van de ontmanteling van het saldocompensatiestelsel zou zijn geweest.

10.1.4 CVC-scenario

De Minister geeft samengevat het volgende commentaar op dit scenario:

A. Geen daadwerkelijk toekomstperspectief:

- Scenario is als mogelijk daadwerkelijk toekomstperspectief niet beoordeeld volgens artikel 6:9 van WFT (par 3.7):
  Commentaar deskundigen: dit scenario is wel degelijk beoordeeld in het licht van artikel 6:9. Immers, indien er geen onteigening zou hebben plaatsgevonden, dan was er een tweetal mogelijk te verwachten toekomstperspectieven, zo is deskundigen duidelijk geworden uit de feiten en de interviews. Het eerste alternatief is het aanvragen van de noodregeling door DNB, waarbij de rechtbank een dergelijk verzoek zou moeten beoordelen en hierbij zou kunnen komen tot toewijzing van dit verzoek, zeer waarschijnlijk leidend tot faillissement, dan wel partijen had kunnen verzoeken alsnog na te denken over het meest concrete alternatief, te weten het CVC-scenario, zoals op 31 januari nog op tafel lag. Het tweede alternatief is het CVC-scenario zelf, waarvan DNB weliswaar oordeelt dat dit voorstel onvoldoende voorziet in de noodzaak tot aanvulling van het bestaande kapitaaltekort bij SNS Bank, maar in reactie daarop door deskundigen commentaar is gegeven, welke in hoofdzaak betreft: (i) de direct betrokken partijen CVC-consortium, Stichting Beheer en SNSR zelf waren wel degelijk gecommitteerd aan dit voorstel, waarbij dit duidelijk anders ligt voor de 3 grootbanken en MinFin en (ii) er was nog voldoende tijd om een te tekenen Term Sheet van 31 januari nader uit te werken richten een finaal contract. Ten aanzien van het commitment van de 3 grootbanken en MinFin concluderen deskundigen expliciet, dat eerstgenoemden een grotere voorkeur hadden voor nationalisatie, waarbij zij wel bereid zouden zijn geweest MinFin te volgen in een andere richting, indien daartoe verplicht middels een bankenheffing, en dat laatstgenoemde in elk geval op 31 januari geen commitment meer toonde, onder meer omdat zij vreesde voor een bevoordeling van een internationale private equity partij ten laste van een belasting van de Nederlandse banken, hetgeen politiek moeilijk verdedigbaar zou zijn. Echter, deskundigen maken duidelijk dat het CVC-voorstel economisch superieur is aan nationalisatie, op basis van de beoordelingscriteria van MinFin zelf, waarbij zij gesteund worden door een analyse met dezelfde uitkomst van de hand van de eigen adviseur van DNB. Dit alles samennemend concluderen

deskundigen dan ook dat het CVC-scenario kwalificeert als een te verwachten toekomstperspectief van SNSR, in de situatie dat geen onteigening zou hebben plaatsgevonden.

- Uit de feiten blijkt niet dat alle partijen alsnog het CVC-scenario zouden hebben uitgevoerd, zeker niet voor wat de Minister zelf betreft (par 3.8) en ook niet voor wat betreft DNB:
  Commentaar deskundigen: dat klopt; als gezegd, MinFin lijkt vooral een politieke keuze te hebben gemaakt en geen economische. Deskundigen menen dat een dergelijke keuze het CVC-scenario niet kan diskwalificeren als te verwachten toekomstperspectief, omdat MinFin dan de mogelijke toekomstperspectieven zelf kan bepalen c.q. afstrepen, waardoor in theorie alleen nationalisatie en inroepen noodregeling zouden overblijven. De argumenten van DNB om het CVC-voorstel af te wijzen worden hierna in Hoofdstuk 10.2 becommentarieerd door deskundigen.
- Minister heeft voorstel ook afgewezen, met name vanwege ongelijke verdeling van lusten en lasten:
  Commentaar deskundigen: deskundigen kunnen dit punt lastig volgen. Immers, na een significante vorm van burden sharing door een private partij hoort hier ook een bepaalde vorm van stemrecht c.q. invloed bij. Bovendien is het deskundigen onvoldoende duidelijk geworden dat MinFin middels onderhandelingen dit punt aan de orde heeft willen stellen c.q. deze verdeling meer in evenwicht heeft beogen te brengen middels concrete tegenvoorstellen richting CVC.
- Punt van deskundigen dat commitment van MinFin minder relevant is, is een denkfout:
  Commentaar deskundigen: deskundigen herkennen dit punt niet. Zij geven duidelijk aan dat het CVC-voorstel op economische gronden superieur was aan nationalisatie, mede gebaseerd op de hiertoe door MinFin zelf opgestelde beoordelingscriteria. Hierdoor wordt de afwijzing van het CVC-scenario een politieke keuze, zo vermoeden deskundigen en dit rechtvaardigt in hun ogen niet om hiermee het CVC-scenario af te strepen als mogelijk te verwachten toekomstperspectief.
- Financiële vergelijking tussen CVC-scenario en nationalisatie:
  1. Is geen relevante vergelijking, want nationalisatie moet worden weggedacht: *Commentaar deskundigen: om aan te tonen dat het CVC-scenario een verstandige economische keuze zou zijn geweest (versus nationalisatie) achten deskundigen deze vergelijking wel relevant. Nogmaals zij benadrukt dat het CVC-scenario niet zonder risico's zou zijn geweest, maar dit geldt ook voor nationalisatie. De toekomst brengt kansen en bedreigingen met zich mee, die vooraf niet precies te voorspellen zijn.*
  2. Er moet vergeleken worden tussen faillissement en CVC-scenario, waarbij faillissement beter is voor MinFin:
     Commentaar deskundigen: de relevantie van deze vergelijking ontgaat deskundigen. Zij zijn gevraagd het te verwachten toekomstperspectief van SNSR te bepalen, de nationalisatie wegdenkend. Beide scenario's zijn hierbij onderbouwd aangewezen als mogelijke te verwachten toekomstperspectieven. Een eventuele voorkeur van MinFin voor faillissement is in dit kader opmerkelijk, zeker gezien de impact die dit zou hebben gehad op de overige Nederlandse banken, doch niet relevant. Deskundigen vragen zich af of DNB dezelfde voorkeur zou hebben gehad.
  3. Minister is geen pure financiële investeerder:
     Commentaar deskundigen: dat punt begrijpen deskundigen; een Minister moet ook maatschappelijke belangen meenemen in zijn overwegingen, zoals een juist gebruik van belastingmiddelen, een levensvatbare bancaire sector in Nederland en een goed competitief speelveld in datzelfde Nederlandse bankenlandschap. Echter, een economische overweging in deze is dan ook relevant, zeker als er nog andere Nederlandse banken in handen zijn van de Staat c.q. nog staatssteun moeten terugbetalen en er een advies ligt van de Nederlandse mededingingsautoriteit om te opteren voor de CVC-variant boven nationalisatie, om zo de concentratiegraad in het Nederlandse bankwezen niet onnodig verder te verhogen.
  4. Bankenheffing mag niet worden meegenomen in CVC-scenario:

Commentaar deskundigen: ook dit punt ontgaat de deskundigen. Bij de analyse of het CVC-scenario een te verwachten toekomstperspectief zou kunnen zijn, hebben de deskundigen de hen beschikbaar gestelde informatie nader gebruikt. Eén belangrijk issue in het CVC-voorstel was de financiering van PF als op te richten bad bank. Deze financiering stelde CVC voor mede te laten verrichten door de 3 grootbanken, omdat zij vanwege hun eigen vastgoedportefeuille en funding vraagstukken ook gebaat waren bij een goede oplossing voor PF (lees: geen ongecontroleerde verkoop van vastgoedleningen met ernstige marktverstoring tot gevolg). Dit aspect was reeds onderkend door DNB, toen zij al in de zomer van 2012 de 3 grootbanken verzocht mee te denken over een oplossing voor SNSR, mede in hun eigen belang. Vervolgens komt er een veto van de EC voor een participatie in PF door grootbanken die acquisition bans hebben, vanwege eerder verleende staatssteun en moet er dus creatief worden verder gedacht. Het ontgaat deskundigen daarom ook waarom de mondeling reeds met de EC verkende oplossing om de bankenheffing aan te wenden voor financiering van PF uiteindelijk de onderhandelingstafel niet bereikt; zeker omdat de EC duidelijk indiceert dat deze oplossing waarschijnlijk wel zou werken. Kortom: het was heel logisch geweest, en zelfs als zodanig ook besproken, om de bankenheffing onderdeel te laten uitmaken van het CVC-scenario. De rechtvaardiging hiervan (Nederlandse banken profiteren van het feit dat SNS Bank niet failliet gaat) zou politiek goed nader te onderbouwen zijn geweest.

- Financiële vergelijking is bovendien niet correct, want houdt geen rekening met onzekerheden en risico's:
  Commentaar deskundigen: in de financiële vergelijking wordt wel rekening gehouden met onzekerheden en risico's, met name middels de inschatting van de benodigde afboeking op de PF-portefeuille en de onderliggende waarde van SNSR. Ten aanzien van beide onderdelen vinden deskundigen voldoende steun om deze inschattingen te beoordelen als realistisch en in het geval van de benodigde afboeking zelfs voldoende prudent (voor het zogenaamde attachment point ter hoogte van € 2,4 mrd – zie met name Hoofdstuk 4 van het deskundigenbericht en meer specifiek paragraaf 4.2.2 voor PF). Deskundigen beseffen dat dit echter nog steeds inschattingen blijven, doch dit geldt voor elk te verwachten toekomstperspectief. Meer relevant in de financiële vergelijking zijn echter de geoormerkte gelden die SNSR zullen instromen als extra kapitaalbuffer; deze bedragen waren zeer expliciet en kunnen dus prima vergeleken worden, zoals door deskundigen gedaan. Hieruit blijkt duidelijk dat het CVC-scenario zou leiden tot een hogere instroom van private gelden en dus tot een hogere mate van burden sharing dan nationalisatie. De door de Minister geduide onzekerheden kleven allen ook aan het nationalisatie-alternatief.

- De Minister stelt verder dat MinFin en DNB niet het risico hadden kunnen lopen van een publieke aankondiging van een publiek/private oplossing met CVC omdat daar claims vanwege misleiding van beleggers uit voort hadden kunnen komen. De Minister verwijst naar de onrust rond de reddingspoging en nationalisatie van Fortis in 2008:
  Commentaar deskundigen: in de weken vóór 31 januari 2013 waren er al geruchten over een publiek/private oplossing. Een mededeling van MinFin/DNB had juist meer zekerheid gebracht. Voorts gaat de verwijzing naar de onrust bij de redding van Fortis niet op voorzover het onrust bij spaarders betreft, omdat de verhoging van de DGS-dekking naar € 100.000 pas ná de aankondiging van de eerste Fortis reddingspoging kwam (eerste reddingspoging op 28/9/2008, tweede redding (100% NL Staat) op 3/10/2008, verhoging DGS-dekking 7/10/2008). Rond peildatum wist het grootste deel van de spaarders (ca € 30 mrd) zich gedekt door het DGS-stelsel voor € 100.000. Bij Fortis was destijds een veel lager bedrag door DGS gegarandeerd. Verder hebben deskundigen de geduide onzekerheden al eerder van commentaar voorzien.

Over de onzekerheden en risico's van het CVC-voorstel geven deskundigen bovendien een onjuist en onvolledig beeld. De volgende punten worden genoemd:

1. Goedkeuring Europese Commissie:
   Commentaar deskundigen: dit was inderdaad niet vooraf al een gegeven. Echter, bankenheffing middels meerdere banken maakte bad bank wel mogelijk. Bovendien was extra participatie nog sterker bij nationalisatie.
2. Geen commitment van Stichting Beheer:
   Commentaar deskundigen: verwezen wordt naar de interviewverslagen. De Stichting had duidelijke voorkeur voor CVC-scenario.
3. Claimemissie:
   Commentaar deskundigen: dit is slechts een klein risico. De aandeelhouder heeft in deze weinig te kiezen; er zal een emissie gaan komen en deze is volledig gegarandeerd (underwritten) door de combinatie van CVC en de Staat. De aandeelhouder krijgt zogenaamde claims in een dergelijke deep-discount emissie en kan deze direct verkopen dan wel gebruiken om tezamen met een extra financiële injectie nieuw uit te geven aandelen te verwerven.
4. Verplicht openbaar bod-regeling:
   Commentaar deskundigen: dit aspect is nader onderzocht, ook in overleg met de AFM. Gezien de reddingssituatie, zou dit geen groot hangijzer zijn geworden. Bovendien zou het uitstaande aandelenvermogen voor de emissie zeer sterk verwaterd worden na de emissie en zou het openbare bod dus een insignificante omvang gekregen hebben (ca. € 4 mio – zie ook H6.2). Hiertoe zijn mogelijkheden onderzocht om dit op te heffen (zie RvC / RvB notulen).
5. Lening grootbanken:
   Commentaar deskundigen: als eerder betoogd, dit aspect was niet zeker, aangezien de grootbanken niet stonden te springen om het CVC-scenario te doen lukken. Zij hadden zich echter al gecommitteerd aan een bijdrage voor de oplossingen middels een bankenheffing en deze zou, zoals gezegd, gebruikt kunnen worden als alternatief voor deze lening.
6. Afboeking PF:
   Commentaar deskundigen: deskundigen hebben beoordeeld de Base Case versus de Adverse Case. De omvang van deze afboeking was inderdaad onzeker. Hoewel deskundigen op basis van nader onderzoek, en zoals bevestigd in de interviews met C&W, concluderen dat € 2,4 mrd voldoende zou zijn geweest, is het correct dat CVC akkoord is gegaan, getuige haar laatste voorstel van 31 januari, met de op het allerlaatste moment door MinFin geëiste extra afboeking van € 400 mio (leidend tot € 2,8 mrd in totaal), zoals met CVC gedeeld op 30 januari, om de eenvoudige reden dat CVC geen andere keus had. De middelen om dit extra gat op te vangen werden gezocht in de vorm van leningen door de 3 grootbanken, daar waar de bankenheffing, indien door MinFin aan de onderhandelingstafel met CVC ingebracht, dit ook had kunnen doen, zoals door deskundigen betoogd. Deskundigen klinkt het als bijzonder in de oren dat deze extra afboeking door MinFin mede wenselijk werd geacht om tot een adequatere verdeling van lusten en lasten te komen. Hoewel dit mogelijk is, lijkt het niet de meest logische parameter daartoe; nadere invulling van de zeggenschap (corporate governance) zou meer logisch zijn geweest. Deskundigen blijven de keuze voor en eis van € 2,8 mrd, zeker op het allerlaatste moment, een bijzondere vinden.
7. Fiscale behandeling van afboeking PF:
   Commentaar deskundigen: ook dit aspect is onzeker; als eerder vermeld, SNSR en haar onderdelen zouden naar verwachting een positieve winst voor belasting gaan genereren going forward. Dit is ook niet ongebruikelijk voor banken en verzekeraars, indien verdere afboekingen op de leningenportefeuille voorkomen kunnen worden. Afhankelijk van het winstniveau had SNSR een significant deel van de afboeking op PF kunnen gebruiken als

zogenaamde tax carry forward. Op basis van de uiteindelijke jaarcijfers over 2012 van SNSR blijkt dit ook; de afboeking van bijna € 800 mio gedurende de tweede helft van 2012 leidde al tot een verliessituatie en tegelijkertijd werd de tax carry forward ook verhoogd, terwijl de nog te nemen resterende afboeking van € 2,0 mrd voor bijna 50% werd geacht fiscaal compenseerbaar te zijn. Met andere woorden: ongeveer 50% verliescompensatie werd op dat moment redelijk geacht. Dit zou betekenen dat ongeveer € 250 mio minder belastinglatentie geboekt had mogen worden in het geval van het CVC-scenario en dus de berekende extra versterking van het eigen vermogen van SNS Bank minimaal ongeveer € 450 mio was geweest.

8. Liability Management exercitie:
   Commentaar deskundigen: ook dit onderdeel van het plan kent geen zekere afloop. Feit is echter dat dergelijke vormen van teruginkoop van (met name) achtergestelde obligaties voor banken in nood niet ongebruikelijk zijn. Beleggers in dit type instrumenten zijn zich hiervan bewust, getuige ook de prijsvorming gedurende de laatste maanden voor de peildatum. CVC had becijferd, op basis van eerdere soortgelijke terugkoopacties, dat haar bod van 25% redelijk zou zijn. Met andere woorden: de benaderde beleggers zouden een rationele afweging kunnen maken tussen tenderen of wachten op een andere oplossing. De daadwerkelijke afloop hiervan is moeilijk in te schatten. De Staat zou verantwoordelijk zijn om gemiste opbrengsten uit deze exercitie (dat wil zeggen: het tekort aan getenderde obligaties tot aan de beoogde grens van 75%) te compenseren, maar hier zou iets tegenover hebben moeten staan, zoals uit te onderhandelen zou zijn geweest. Bovendien zou in geval van onteigening ook een mogelijke schadeloosstelling op deze stukken betaald moeten worden door de Staat; als aangegeven in het faillissementsscenario zijn dit fors hogere bedragen dan 25%.
9. Fiscale behandeling Liquidity Management-exercitie:
   Commentaar deskundigen: dit aspect is minder onzeker, doch beter in te schatten. Immers, in 2011 kocht SNS Bank ook enige achtergestelde leningen terug en boekte hier een resultaat op, waarover geen belasting was verschuldigd. Ook in de definitieve cijfers over 2012 wordt geoordeeld dat de afboeking van de waarde van de achtergestelde schulden naar 0 (uit hoofde van de door MinFin beoogde schadeloosstelling van nihil) niet tot een belastinglast zou leiden.
10. Kapitalisatie Bad Bank:
    Commentaar deskundigen: door de prudente (forse) afboeking van € 2,4 mrd wordt ruimschoots met te verwachten kredietverliezen rekening gehouden. Er hoefde dus geen extra kapitaal bij.
11. Saldocompensatiestelsel:
    Commentaar deskundigen: *zie commentaar in Hoofdstuk 4 en sub 10.1.3.*
12. Fusie met ASR:
    Commentaar deskundigen: deal met ASR was ontkoppeld in uiteindelijke CVC-voorstel. Het due diligence onderzoek was al voor groot deel gedaan door CVC, althans op REAAL.

B. Opmerkingen bij uitwerking CVC-scenario:

- Hier maakt de Minister enkele opmerkingen waarmee deskundigen rekening moeten houden, indien zij toch zouden blijven opteren voor het alternatief van het CVC-scenario. Alle opmerkingen zijn echter al elders in dit rapport aan de orde gebracht en wel als volgt:
  1. PF-afboeking op € 2,8 mrd, inclusief fiscale behandeling hiervan: *zie Hoofdstuk 4.2.2 en eerder in dit hoofdstuk 10;*
  2. Herkapitalisatie Bad Bank met € 0,5 mrd i.p.v. € 0,3 mrd*: zie hiervoor;*

3. LM-exercitie, inclusief fiscale consequenties en mogelijke tekort voor rekening van Minister: *zie hiervoor;*
4. Stichting Beheer wilde compensatie: *zie hiervoor*;
5. Geen bankenheffing, doch een lening van grootbanken: goedkeuring EC?: *zie hiervoor;*
6. Saldocompensatieregeling: wie gaat gat van € 250 mio storten?: *zie hiervoor;*
7. Due diligence op SNSR: waarde Reaal serieus lager; gevolgen voor fusie met ASR?: *deskundigen zijn het hier niet mee eens; voorts wordt verwezen naar de reactie van deskundigen op het commentaar van Deloitte;*
8. Redelijk handelende koper wil een korting: *zie hiervoor;*
9. Vergelijking met faillissementsscenario: waarom korting accepteren als faillissement meer oplevert? *Vanwege de aangepaste uitkomsten in het faillissementsscenario is deze vraag waarschijnlijk minder relevant. Sommige groepen achtergestelde schuldeisers zouden nu in het CVC-scenario inderdaad kortingen hebben moeten accepteren (met name de Tier 1's), waarbij CVC de afweging gemaakt zou kunnen hebben om haar LM-exercitie te baseren op maximale betalingen vergelijkbaar aan een faillissementssituatie;*
10. Uitstroom van spaargelden: wat zou hiermee zijn gebeurd na 1 februari aankondiging?: *zie hierna in paragraaf 10.3.*

C. Doelstelling interventiewet:

- Juridisch kader inzake CVC-scenario: bail-in volgt faillissementswaterval en waarom dus geld voor bijv. aandeelhouders bij een onteigening? Waarom zelfs geld voor aandeelhouders als achtergestelde schuldenaren niet 100% terugkrijgen?
  Commentaar deskundigen: volgens deskundigen is het relevante principe van de interventiewet het zogenaamde 'no creditor worse off' principe, waarbij dit exclusief betrekking heeft op schuldeisers van de bank. Aandeelhouders komen voor wat betreft een eventuele schadeloosstelling niet aan de orde in deze wet. Aangezien het CVC-scenario echter uitgaat van een going concern situatie met de bestaande private aandeelhouders, zou de waarde van hun aandelen positief kunnen blijven, ondanks het feit dat bepaalde schuldeisers genoegen zouden nemen met een uitkering lager dan de nominale waarde van hun schulden. Bovendien is de resterende waarde voor de oorspronkelijke aandeelhouders sterk verwaterd en dus nog slechts marginaal.

10.1.5 Faillissementsscenario

Faillissement is enige daadwerkelijke toekomstperspectief, de onteigening weggedacht, volgens de Minister. Aan de opmerkingen van de heer Sijbrand namens DNB, dat hij een faillissement van SNSR destijds niet realistisch achtte, komt geen betekenis toe bij de vaststelling van het daadwerkelijke toekomstperspectief, de onteigening weggedacht en abstraherend van de dwangpositie van de Minister.

- Ten onrechte maken deskundigen geen woorden vuil aan het feit dat SNS Retail Bank diverse juridische entiteiten bevatte. Deskundigen gaan ten onrechte uit van geconsolideerde afwikkeling. Het gaat onder meer om SNS Bank, ASN Bank N.V., RegioBank N.V., ASN Groenbank N.V., Property Finance B.V., SNS Securities N.V., SNS Invest B.V., SNS Beheer en Holland Woningfinanciering N.V. Het betreft alle zelfstandige vennootschappen/juridische entiteiten met eigen enkelvoudige jaarrekeningen. Het uitgangspunt van het faillissementsrecht is: enkelvoudige afwikkeling van failliete boedels. Geconsolideerde afwikkeling kan slechts in uitzonderingsgevallen, met name in geval van nauwe verwevenheid. Verwezen wordt naar de enkelvoudige jaarrekeningen. Separate afwikkeling van de afzonderlijke boedels zal veel complexer zijn en tot andere uitkomsten leiden. In het faillissementsscenario moeten deskundigen uitgaan van afwikkeling per separate boedel.
  Commentaar deskundigen: deskundigen realiseren zich dat geconsolideerde afwikkeling van faillissementen in groepsverband slechts in uitzonderingsgevallen kan geschieden. Bij een

faillissement van een complex van vennootschappen, bestaande uit een holding en meerdere dochterbedrijven, dienen curatoren in principe het faillissement van iedere vennootschap/juridische entiteit afzonderlijk af te wikkelen. Dit vormt de hoofdregel. Conform de Recofa-richtlijnen en de Praktijkregels voor curatoren is geconsolideerde afwikkeling slechts toegestaan met toestemming van de Rechter-Commissaris. Uitzonderingen op de hoofdregel zijn mogelijk indien een separate afwikkeling op grote bezwaren stuit. Dat kan volgens de Praktijkregels (par. 9.2) bijvoorbeeld het geval zijn bij het faillissement van een groep van vennootschappen die zo verweven met elkaar zijn, dat het vrijwel onmogelijk is om de rechten en verplichtingen van ieder van die vennootschappen afzonderlijk vast te stellen. Indien zich dit in de praktijk voordoet, geeft de Rechter-Commissaris in de regel aan curatoren toestemming om tot een geconsolideerde afwikkeling over te gaan. Een totale consolidatie houdt in dat alle activa en passiva voor de afwikkeling op één hoop worden geveegd. Hoewel een geconsolideerde afwikkeling dus tot de uitzonderingen behoort, hebben deskundigen gemeend in het kader van het faillissementsscenario – meer specifiek de opdracht om alleen de waarde van onteigende vermogensbestanddelen vast te stellen, uit te kunnen gaan van een geconsolideerde afwikkeling van SNS Bank en wel om de reden dat een afwikkeling per dochtervennootschap van SNS Bank niet tot andere uitkomsten voor de thans te waarderen achtergestelde effecten en vermogensbestanddelen zou hebben geleid.
Alle onteigende achtergestelde effecten en vermogensbestanddelen bevinden zich uitsluitend op het niveau van SNS Bank. Daaraan kan worden toegevoegd dat de keuze voor een geconsolideerde afwikkeling mede is ingegeven uit oogpunt van efficiency en vanwege het feit, dat de meest gedetailleerde relevante informatie over alle deelnemingen van SNS Bank afzonderlijk moeilijk verkrijgbaar en niet (meer) volledig beschikbaar bleek.
Bovenstaande aanname, dat een geconsolideerde afwikkeling van SNS Bank niet tot andere uitkomsten voor de schadeloosstelling zou hebben geleid, wordt mitsdien met name verklaard door het feit dat achtergestelde effecten en vermogensbestanddelen in het geheel niet voorkomen op de balansen van de deelnemingen en mitsdien geen enkele rol spelen in de faillissementen van de deelnemingen. Alle achtergestelde schulden van de bank bevinden zich, zoals gezegd, op het niveau van de moeder, SNS Bank N.V. De waardering van deze achtergestelde schulden zou niet hoger of lager zijn uitgevallen door uit te gaan van een enkelvoudige afwikkeling van alle entiteiten afzonderlijk; immers, alle run-off's van de deelnemingen vloeien uiteindelijk qua resultaten weer door naar het niveau van deze moeder.
Daarnaast hebben deskundigen, als eenvoudige cross-check, ook een soortgelijke run-off van de enkelvoudige afwikkeling van SNS Bank sec gesimuleerd, leidend tot de uitkomst dat alle achtergestelde schulden aldaar ook volledig betaald zouden worden, zij het met een kleinere marge dan bij de geconsolideerde analyse, aangezien de deelnemingen ook een bepaalde positieve cashflow marge opleveren. Ter nadere info: ruim 55% van de totale hypotheekportefeuille zit bij de moeder, SNS Bank N.V. (enkelvoudig). Vervolgens zouden de achtergestelde schuldeisers van SNS Bank via de 403 verklaring grosso modo hetzelfde bedrag aan rente uit het faillissement van SNSR hebben ontvangen. Voor meer details wordt verwezen naar Hoofdstuk 7.6.

- Run-off scenario deskundigen onvoldoende onderbouwd. Deskundigen laten ten onrechte onvermeld dat de tijdswaarde van geld in het streven naar maximale opbrengst een belangrijke rol speelt. Een curator moet een wijze van afwikkeling kiezen die tot een zo hoog mogelijke *netto contante waarde* van de opbrengsten van de activa in de boedel leidt.
  Commentaar deskundigen: verwezen wordt naar Hoofdstuk 7.3 en 7.6 t/m 7.12. Het afwikkelen van het faillissement van SNS Bank via een run-off scenario zou tot een zo hoog mogelijke boedelopbrengst hebben geleid.

- De keuze voor het specifieke run-off scenario van deskundigen komt er economisch gezien op neer dat de grote groep concurrente crediteuren (€ 49,9 mrd) de terugbetaling op termijn van de kleine groep achtergestelde crediteuren (€ 0,7 mrd) financieren. Zij moeten langer op hun geld wachten en krijgen hiervoor slechts een zeer beperkte rentevergoeding. Alleen indien de netto contante waarde van de kasstromen voor de gezamenlijke crediteuren hoger is dan in een ander afwikkelscenario, dan valt de keuze te billijken.
  Commentaar deskundigen: verwezen wordt naar Hoofdstuk 7.3. Betwist wordt dat de concurrente schuldeisers de uitkering aan de achtergestelde schuldeisers financieren. Door het volgen van het run-off scenario ontvangen de concurrente schuldeisers behalve terugbetaling van de hoofdsom ook nog een substantieel gedeelte van de rente, vervallen vanaf faillissementsdatum. In geval van een fire sale - indien al realiseerbaar - zouden de concurrente schuldeisers als gevolg van de zeer hoge noodzakelijke discounts, aanzienlijk minder hebben ontvangen.

- Deloitte heeft berekend dat verkoop van de portefeuille met een discount van 15% ertoe leidt, dat de netto contante waarde van de opbrengst voor de gezamenlijke crediteuren hoger is dan in het run-off scenario van deskundigen, ook al ontvangen de AGL's niets.
  Commentaar deskundigen: deskundigen verwijzen naar Hoofdstuk 7 waarin vorenstaande onzekerheden van het run-off scenario uitvoerig aan de orde komen. Curatoren hebben te handelen in het belang van het collectief van de schuldeisers en niet uitsluitend en alleen in het belang van de concurrente schuldeisers. Deskundigen betwisten dat de waarde van de opbrengst in geval van een fire sale voor de gezamenlijke crediteuren hoger zou zijn geweest in vergelijking tot de uitkomsten van het run-off scenario.

- Deskundigen moeten ook andere wijzen van afwikkeling in hun onderzoek betrekken, waarbij de netto contante waarde van de opbrengst uit de boedel de vergelijkingsmaatstaf dient te zijn. In het run-off scenario bouwen concurrente crediteuren rentevorderingen op die qua omvang de totale (hoofdsom plus rente)vorderingen van de AGL's vele malen overstijgen. Een groot deel van de aldus opgebouwde rente kunnen concurrente crediteuren niet op de boedel verhalen. De concurrente crediteuren worden aldus benadeeld ten gunste van de AGL's, hetgeen zij niet zouden accepteren. Zij zouden een relatief snelle liquidatie eisen waardoor ze het gehele of vrijwel gehele bedrag van hun vordering tegemoet zouden kunnen zien. De DGS-banken zouden hard lobbyen om de curator ervan te overtuigen die maatregelen te nemen die leiden tot een snelle uitkering aan de concurrente schuldeisers, m.a.w. snelle liquidatie.
  Commentaar deskundigen: verwezen wordt naar Hoofdstuk 7.3. De posities van de schuldeisers worden gefixeerd per faillissementsdatum. Dit vormt het uitgangspunt van de faillissementswet. Het is primair aan curatoren om in het belang van alle geverifieerde schuldeisers (incl. achtergestelde schuldeisers) te streven naar boedelmaximalisatie. Van benadeling van concurrente schuldeisers met het oog op hun per faillissementsdatum geverifieerde vorderingen is in het run-off scenario geen sprake. Zij ontvangen 100% van hun per faillissementsdatum geverifieerde vorderingen. Deskundigen kunnen niet uitsluiten dat bepaalde groepen van schuldeisers zouden hebben aangedrongen op snelle verkoop van de gehele of van een deel van de hypotheekportefeuille. Het is uiteindelijk aan curatoren onder toezicht van de Rechter-Commissaris om te opteren voor de beste wijze van afwikkeling in het belang van alle schuldeisers. Deskundigen hebben aangenomen dat de keuze voor een run-off scenario de meest voor de hand liggende keuze zou zijn geweest. Verkoop van de hypothekenportefeuille zou mede gezien de omvang van de portefeuille en de uitermate slechte marktomstandigheden (Nederland verkeerde in 2013 nog steeds in een diepe economische crisis) niet, althans slechts met zeer hoge kortingen, te realiseren zijn geweest.

- Een bedrag van € 6,4 mrd valt niet onder DGS waardoor een directe en grote schade zou worden toegebracht aan de reële economie. Deskundigen zouden per entiteit moeten aangeven dat, of waarom, het aannemelijk is dat een curator tot een bepaalde beslissing over fire sale, snelle liquidatie, korte of lange run-of of iets anders, zou komen.
  Commentaar deskundigen: deskundigen hebben in Hoofdstuk 7.6 geschetst, waarom in hun ogen een nadere uitwerking/afwikkeling per entiteit niet tot een substantieel andere uitkomst voor de waardevaststelling van de achtergestelde effecten en vermogensbestanddelen zou hebben geleid.

- DSB Bank niet vergelijkbaar. Enorme verschillen tussen DSB Bank en SNSR. Balanstotaal DSB minder dan een tiende. DSB geen conglomeraat. DSB niet beursgenoteerd. DSB niet systeemrelevant. DSB heeft geen staatssteun ontvangen. Vergelijking dus erg gebrekkig. *Commentaar deskundigen: deskundigen erkennen dat er grote verschillen zijn tussen DSB Bank en SNS Bank c.a. Deskundigen hebben slechts beoogd het faillissement van DSB als voorbeeld te gebruiken teneinde te illustreren hoe een run-off scenario in een faillissement van een bank in de praktijk werkt.*

- Nederland verkeerde in 2013 in diepe economische crisis. DGS-banken zouden schuld op de balans krijgen van meer dan € 30 mrd. Deskundigen schuiven veel te gemakkelijk de nadelige effecten terzijde.
  Commentaar deskundigen: deskundigen zijn zich terdege bewust van de gevolgen van het faillissement van SNS Bank voor de balans van de DGS-banken. De balanstotalen van de 3 GBs bedroegen bij elkaar ca. € 2.000 mrd en toevertrouwde middelen van klanten (sparen en deposito's) ca. € 1.000 mrd. € 30 mrd spaargeld van SNSB is daarvan slechts 1.5% (t.o.v. balanstotaal) en 3% (t.o.v. toevertrouwde spaarmiddelen). In de interviews met de 3 GBs, met de 3 CEOs, is aangegeven dat het overnemen van € 30 mrd spaargeld vorderingen geen probleem zou opleveren voor de DGS-banken.

- Inschattingen ten onrechte gebaseerd op ex post informatie. Deskundigen maken methodologische fout doordat zij hun waardering baseren op kennis achteraf. De DSB-lessen waren op de peildatum nog niet bekend en zouden niet ter beschikking van potentiële koper hebben gestaan. Dat de AGL's van DSB een uitkering zouden ontvangen, is pas ver ná peildatum bekend geworden. Vrijwel alle concurrente crediteuren hebben het aanbod van DSB-curatoren aanvaard en daarmee gekozen voor onmiddellijke ontvangst van de nominale waarde van hun vordering boven een mogelijk (aanzienlijk) hoger te ontvangen bedrag in de toekomst. Conclusie: potentiële koper van achtergestelde vorderingen zou op de peildatum de verwachting hebben dat op de AGL's geen uitkering zou volgen.
  Commentaar deskundigen: deskundigen zijn van oordeel dat potentiële kopers van de AGL's bij de aanvang van het faillissement, mede op grond van de boedelbeschrijving en het plan van aanpak, als gebruikelijk vervat in het eerste openbare faillissementsverslag, wel degelijk hadden kunnen inschatten dat de AGL's ná verloop van tijd volledig zouden kunnen worden ingelost, met name gezien de zeer substantiële te verwachten kasstromen gedurende de looptijd van de run-off.

- Ook v.w.b. de derivaten hadden deskundigen zich moeten beperken tot wat over de ontwikkeling van derivaten op de peildatum bekend was. Deskundigen mogen geen kennis van na de peildatum in hun onderzoek betrekken. Deskundigen hebben ten onrechte aangenomen dat de afwikkeling van de swap-posities snel had kunnen geschieden met medewerking van de drie grote DGS-banken.
  Commentaar deskundigen: deskundigen hebben de waardering van derivaten toegelicht in Hoofdstuk 4 op p.66 e.v. van het rapport. Voor de waardering van de derivatenposities in faillissement is gebruik gemaakt van onder meer ervaring o.a. opgedaan in het DSB-faillissement opgetekend in gesprekken met verschillende experts ter zake: Rutger Schimmelpenninck (curator DSB), Jaap Wagenaar (Treasury en Risk manager Finqus/DSB Bank), Bart Toering (hoofd treasury SNS en tegenwoordig bij

Volksbank) en swap deskundigen van Rabobank en NIBC. Het feit dat de derivaten contracten volgens standaard ISDA-CSA-modellen waren geregeld is gebaseerd op een verklaring van Bart Toering. De berekening en aannames bij de berekeningen staan op bovengenoemde pagina's van het rapport. De ervaringen bij het DSB-faillissement werden voor een belangrijk deel opgedaan vóór 2013. In januari 2013 werd door de DSB-curator overeenstemming bereikt met een bank met een grote swappositie. Boedelkrediet bij DSB werd door de DGS-banken ver vóór januari 2013 verstrekt.

- Onzekerheden run-off scenario deskundigen: stelling van deskundigen dat AGL's met aan zekerheid grenzende waarschijnlijkheid zouden zijn afgelost, op de peildatum niet houdbaar. Potentiële koper had ook rekening gehouden met andere afwikkelingsscenario's, waarin de AGL's weinig of niets zouden ontvangen, bijvoorbeeld een veel complexere afwikkeling per juridische entiteit of een snelle liquidatie ten gunste van spoedige betaling van de concurrente crediteuren, ten nadele van de AGL's. Met de onzekere factoren kan op twee manieren worden rekening gehouden in een waardering, gebaseerd op kasstromen: (1) door de onzekerheid op te nemen in de contante waarde factor, door een opslag in de disconteringsvoet toe te voegen en (2) door het ontwikkelen van meerdere faillissements- scenario's, waarin de onzekerheid tot uitdrukking komt door rekening te houden met andere mogelijke uitkomsten (minder opbrengst, langere looptijd, en dergelijke). Deskundigen presenteren ten onrechte geen alternatieve (langzamere) kasstromen en ze werken met een risicovrije discontovoet. Het is ook zeer gebruikelijk en *market practice* om bij de waardering van toekomstige kasstromen met gevoeligheidsanalyses te werken, zeker wanneer het gaat om waarderingen die zich in een hypothetisch kader afspelen:
  Commentaar deskundigen: om een herhaling van zetten te vermijden verwijzen deskundigen met name naar Hoofdstuk 7.3, waarin de keuze voor het run-off scenario uitvoerig wordt toegelicht.

- Kasstromen. Waar DSB-afwikkeling tenminste 15 jaar gaat duren, gaan deskundigen voor het veel complexere SNS-faillissement uit van slechts tien jaar. Deskundigen stellen elders in hun Concept dat een run-off "*waarschijnlijk zelfs meer dan 10 jaar* [duurt] *om deze run-off goed uit te voeren*". Ook nemen deskundigen voor het contant maken van de kasstromen na 10 jaar de kans in aanmerking dat de afwikkeling van de boedel 15 jaar duurt. Dat deskundigen voor het overige uitgaan van een run-off in 10 jaar is een inconsistentie die deskundigen verder niet onderbouwen.
  Commentaar deskundigen: om een herhaling van zetten te vermijden verwijzen deskundigen met name naar Hoofdstuk 7.3.

- De aanname dat de separatisten al in het eerste jaar € 10,4 mrd zouden hebben ontvangen, dient aan een gevoeligheidsanalyse te worden onderworpen.
  Commentaar deskundigen: in paragraaf 7.6 is onder de tabel "Stand van de boedel nà eerste uitdeling" gedetailleerd uitgelegd dat in het eerste jaar ca € 18,4 mrd beschikbaar zal komen voor eerste uitdeling aan ondermeer de separatisten. Een nadere gevoeligheidsanalyse is naar het oordeel van deskundigen niet opportuun.

- Het is geenszins zeker dat de grootbanken een garantie zouden hebben gegeven voor door SNS over te nemen swapposities, nu zij een schuld op de balans zouden hebben gekregen van ca. 30 mrd.
  Commentaar deskundigen: de 3GB's hadden al ca 80% van de swapposities; het zou in hun belang geweest zijn de overige 20% over te nemen, zoals ook bij DSB is gebeurd. Dit zou opbrengst maximaliseren en/of down-side minimaliseren voor de 3GB's/DGS-banken.

- De aanname van 7,5% aflossingen per jaar is hoogst arbitrair. Deskundigen hadden de loan tapes nader moeten analyseren. Deskundigen hadden aan SNSR moeten vragen wat de CPR (Constant

Prepayment Rate) in de voorgaande jaren is geweest. Totale aflossing van 75% in tien jaar niet realistisch. Een groot deel van de leningen bestond uit aflossingsvrije hypotheken.
Commentaar deskundigen: de CPR-aanname is met 7,5% inderdaad wat hoger dan normaal. Echter, zoals in paragraaf 7.3 nader verwoord, een langere run-off periode had tot min of meer dezelfde uitkomsten geleid, aangezien de extra kasstromen dan ook navenant zouden zijn toegenomen. Bovendien is deze aanname gemaakt op grond van het feit dat geen nieuwe financieringen/of verhogingen zouden zijn verstrekt of anderszins aanpassingen zouden zijn geaccordeerd indien klanten hierom gevraagd zouden hebben. Dit zou hebben gezorgd voor een snellere uitstroom naar andere banken, die aan die verzoeken wel zouden kunnen voldoen.

- Deskundigen hebben ten onrechte geen rekening gehouden met mogelijk verschuldigde vpb.
Commentaar deskundigen: vanwege de grote actieve belastinglatentie (ontstaan door verdere afboeking op PF ad meer dan € 2 mrd en de verdere afboeking op de hypotheek-portefeuille tijdens faillissement ad in totaal € 2,6 mrd) en de relatief beperkte winstgevendheid na allocatie van de tijdens faillissement verschuldigd gebleven rentekosten, zal geen vpb verschuldigd zijn; de actieve belastinglatentie daalt wat, doch zeer beperkt. Zelfs bij een 7-jaars periode om toekomstige winsten te compenseren met historische verliezen is dit issue niet aan de orde.

- Discontovoet. Deskundigen gaan ten onrechte uit van een risicovrije rentevoet. Ze houden geen rekening met onzekerheden in de betaling van de kasstromen. Verwezen wordt naar de BRRD en de daarop gebaseerde RTS (regulatory technical standards), waarin wordt voorgeschreven hoe de discontovoet moet worden bepaald.
Commentaar deskundigen: om spraakverwarring te voorkomen zijn deskundigen allereerst van mening dat hier zeer waarschijnlijk verwezen wordt naar de disconteringsvoet, zoals te gebruiken voor het zogenaamde contant maken van toekomstige kasstromen. Discontovoet staat meestal voor een macro-economische grootheid, verwijzend naar een bepaald rentetarief van een nationale of Europese bankautoriteit. De reden dat deskundigen voor de risicovrije rente kiezen als relevante disconteringsvoet voor de af te lossen nominale waarde van relevante schuldtitels is gelegen in het feit dat deze aflossing in het faillissementsscenario met aan zekerheid grenzende waarschijnlijkheid zal geschieden. Immers, het run-off scenario voor SNS Bank zal leiden tot dusdanig veel extra kasstromen dat aflossing van alle relevante schulden ook daadwerkelijk zal gaan plaatsvinden. Na aflossing van alle schulden is er zelfs nog bijna € 6 mrd over voor betaling van na faillissement opgelopen rente. Dit laatste bedrag is dusdanig significant dat ondanks een aantal assumpties in het run-off scenario deze aflossing niet in gevaar kan komen. Voor SNSR geldt dat de opbrengst van de verkoop van de activa van SNSR de aldaar aanwezige schulden (excl. de met aandelen vergelijkbare Core Tier 1 Securities) ook significant overschrijdt, zodat ook de aldaar aanwezige schulden na een periode van 10 jaar met aan zekerheid grenzende waarschijnlijkheid zullen worden terugbetaald qua onderliggende nominale waarde.

- Saldocompensatieproblematiek. Deze problematiek is in het faillissementsscenario ten onrechte niet uitgewerkt. Het heeft echter een significante impact op de waarde van REAAL. SRLEV had van SNS Bank te vorderen € 779 mio. REAAL had een schuld aan SNS Bank van € 748 mio. De vordering van SRLEV was verpand aan SNS Bank tot zekerheid van terugbetaling van de schuld van REAAL aan SNS Bank. SRLEV zou een aanzienlijk kapitaaltekort van € 748 mio hebben gekregen door het faillissement van SNS Bank. DNB zou hebben ingegrepen. Een koper van REAAL zou alleen toestemming voor de transactie hebben gekregen onder de voorwaarde dat hij het kapitaaltekort aanzuivert. Dit heeft grote impact op de waarde van REAAL. Mogelijk zou REAAL haar schuld kunnen verrekenen met de vordering van SRLEV. Hiervoor zou de saldocompensatiedocumentatie een

beding moeten bevatten. Deskundigen moeten dit uitzoeken. Zelfs in geval van verrekening zou SRLEV geconfronteerd zijn met een ernstig kapitaaltekort, waarin een koper zou moeten voorzien. *Commentaar deskundigen: verwezen wordt naar Hoofdstuk 4 - alsmede naar de hierboven sub 10.1.3 gegeven toelichting.*

- Doelstelling Interventiewet. Deskundigen hadden de doelstelling van de Interventiewet mede in aanmerking moeten nemen bij het maken van een keuze voor mogelijke afwikkelscenario's: *Commentaar deskundigen: conform de beschikking van de OK moest nu juist de onteigening worden weggedacht; curatoren zouden in een faillissement geen rekening hebben gehouden met de doelstellingen van de Interventiewet. Dat behoort nu eenmaal niet tot hun wettelijke taak.*

- De Interventiewet sorteerde voor op de komst van de BRRD. Het risico voor het falen van een bank moest zoveel mogelijk eerst bij aandeelhouders en vervolgens bij onverzekerde crediteuren worden gelegd. Een snelle liquidatie van de boedel met als doel z.s.m. betaling van de concurrente crediteuren, doet recht aan deze doelstellingen. Bij een langjarige run-off worden de verliezen van de failliete bank mede afgewenteld op de concurrente schuldeisers (die jarenlang zonder rente op hun geld moeten wachten) en de belastingbetaler. Met een keuze voor een snelle liquidatie wordt de doelstelling van de Interventiewet gediend. Het ook in de Interventiewet geldende NCWO-principe staat niet in de weg aan een keuze voor een snelle liquidatie. Waarderingsmethode in geval van bail in: voorafgaand aan bail in: vaststelling REV. Ná de bail in: opstelling liquidatiebalans. Indien waarde van de afgeschreven vorderingen in de liquidatiebalans hoger is dan de REV-waardering, is het verschil de schadeloosstelling. Zie Banco Popular. Deskundigen worden verzocht alsnog een liquidatiebalans op te stellen, waarin wordt uitgegaan van een snelle verkoop van alle activa. *Commentaar deskundigen*: *dit is de wereld op zijn kop: MinFin had naar het oordeel van deskundigen in lijn met de Europese regelgeving zelf een liquidatiebalans moeten opstellen en heeft dat nagelaten. Deskundigen hebben gekozen voor een faillissementsscenario waarin een maximale opbrengst wordt behaald.*

10.1.6 Notitie Deloitte: waardering REAAL en run-off scenario's

A. Waardering Reaal

- Voor het CVC Scenario wordt de waardering van REAAL niet uitgewerkt, echter is dit wel van belang: *Commentaar deskundigen: zie pagina 114 e.v. van dit rapport voor de uitwerking van de waardering van REAAL. Deskundigen hebben de volgende nadere toelichting bij het CVC-scenario (zie p.169) met betrekking tot de waardering van REAAL: de waarde van REAAL wordt ingeschat op € 1,4 tot 1,8 mrd vóór eventuele extra verliezen uit hoofde van de woekerpolis. Gemiddeld worden deze ingeschat op € 200 mio voor belasting en dus resulteert een midpunt in de bandbreedte van € 1,45 mrd. De reden dat CVC deze wellicht wat hoger inschat dan de markt kan gelegen zijn in haar plan om een zogenaamde closed book strategie te gaan volgen, waardoor geen nieuwe polissen, althans voor het Leven deel, meer geproduceerd zouden gaan worden, hetgeen leidt tot significante kostenbesparingen en wellicht vrijval van solvabiliteit.*
- De waardering van deskundigen houdt geen rekening met de marktomstandigheden. Er was grote onzekerheid over de woekerpolissen. De rente was dalende, en dit bracht extra onzekerheid voor het leven/pensioensegment. Solvabiliteitsvoorschriften werden strenger door Solvency II: *Commentaar deskundigen: deskundigen hebben de marktomstandigheden binnen de Nederlandse verzekeraarsmarkt wel in ogenschouw genomen:*
    - *Voor de Marktbenadering, bijvoorbeeld, erkennen deskundigen (zie p.114) de moeilijke omstandigheden binnen de Nederlandse verzekeringsmarkt (e.g., een zeer competitieve markt die al vrij verzadigd is met drukkend effect op toekomstige winsten). Op basis van deze marktomstandigheden, hebben deskundigen een lagere P/TBV multiple gehanteerd in de*

Marktbenadering. Hierdoor valt de gekozen P/TBV multiple aan de lage kant van de bandbreedte op basis van de vergelijkbare ondernemingen;

- *Voor zover de vergelijkbare ondernemingen actief zijn in de Nederlandse verzekeringsmarkt, zijn zij onderhevig aan de Nederlandse marktomstandigheden en reflecteren beleggers deze omstandigheden in de waardering, en daarmee de multiples;*
- *Met betrekking tot de woekerpolisaffaire, hebben deskundigen op de volgende wijze getracht te corrigeren voor de (additionele) waarde-impact van de woekerpolisaffaire:*
  - *Voor de DCF-waardering hebben deskundigen een (bruto) additionele voorziening opgenomen van € 200 mio. In de DCF-waardering komt daarmee de totale voorziening m.b.t. de woekerpolisaffaire op € 529 miljoen, daar er in de balans per einde 2012, al een voorziening van € 329 miljoen stond. De nettowaarde-impact van de additionele voorziening is gelijk aan € 150 miljoen (zie paragraaf 4.3, p.119).*
  - *Ook voor de P/E multiple benadering hebben deskundigen een (bruto) additionele voorziening van € 200 mio opgenomen. De uitdaging voor deze benadering is in hoeverre de multiple al corrigeert voor de woekerpolisaffaire. Het is lastig om voor deze methodiek te bepalen wat de totale voorziening is waar reeds rekening mee is gehouden. Echter, aangezien de multiple gebaseerd is op, onder andere, Nederlandse verzekeringsbedrijven, zit het effect van de woekerpolisaffaire ook al in de prijzen van de vergelijkbare ondernemingen, en daarmee in de multiple. Deskundigen begrijpen dat dit enigszins gecompenseerd wordt door het feit dat alle vergelijkbare ondernemingen (ook buitenlandse verzekeraars) worden meegenomen in de analyse. De uiteindelijk gekozen P/E multiple ligt in de bandbreedte van de Nederlandse verzekeraars en hiermee achten deskundigen dat er voldoende rekening is gehouden met de woekerpolisaffaire.*
  - *Voor de P/TBV multiple hebben deskundigen een correctie opgenomen op de gemiddelde multiple van de Nederlandse vergelijkbare ondernemingen van REAAL, van 0.70x naar 0.65x. In de multiple wordt al enigszins gecorrigeerd voor de potentiele waarde-impact van de woekerpolisaffaire. Deskundigen willen benadrukken dat zij hier ook nog een correctie op hebben genomen.*
- *Met betrekking tot de woekerpolisaffaire hebben deskundigen dus een (bruto) additionele provisie van € 200 miljoen opgenomen (in combinatie met de bestaande voorziening van € 329 miljoen), daarmee komt de totale voorziening van REAAL voor compensatie m.b.t. de woekerpolisaffaire op € 529 miljoen. Deskundigen onderschrijven de constatering dat er grote onzekerheid bestond omtrent de uiteindelijke compensatie met betrekking tot de woekerpolissen. De uiteindelijke compensatie is de uitkomst van een onzeker (juridisch) proces en valt daarmee in een (wijde) bandbreedte. Deskundigen achten het gehanteerde niveau van de totale voorziening niet onredelijk op de peildatum.*
- *Deskundigen erkennen de dalende renteontwikkeling tot aan de peildatum. Dit is echter niet een ontwikkeling waaraan alleen de Nederlandse verzekeraars onderhevig zijn. In de Marktbenadering wordt deze ontwikkeling ook gereflecteerd in de geobserveerde marktprijzen van de (buitenlandse) vergelijkbare ondernemingen. In de DCF-waardering hebben deskundigen de rente termijnstructuur per peildatum (specifiek voor de beleggingsportefeuille van REAAL) in ogenschouw genomen. Hierdoor is de verwachte renteontwikkeling van de beleggingsportefeuille in ogenschouw genomen in beide waarderingen.*
- *Deskundigen onderkennen de verwachte impact van Solvency II per peildatum. Voor de Marktbenadering benadrukken deskundigen dat dit niet louter alleen voor REAAL geldt en dat de verwachte impact per peildatum ook gereflecteerd is in de prijzen van de vergelijkbare ondernemingen. In de DCF-waardering hebben deskundigen deze strengere solvabiliteitsvoorschriften in ogenschouw genomen door te rekenen met een target solvency van*

230% voor REAAL Leven en Zwitserleven. Deskundigen benadrukken dat dit 55% hoger ligt dan de minimale solvabiliteitsvoorschriften van 175%, zoals door SNS werd aangehouden.

- Marktbenadering geeft een indicatief karakter. Deskundigen slaan due diligence en distributable earnings model over, wat belangrijk zou zijn voor totstandkoming van een waarde voor transactiedoeleinden:
  Commentaar deskundigen:
  - *Deskundigen hebben in de Marktbenadering verschillende afslagen genomen voor de onzekerheid/het risico van REAAL.*
  - *Deskundigen hebben voor de DCF-waardering (deze is gelijkwaardig aan een distributable earnings methodiek) in detail gekeken naar de verschillende marktontwikkelingen (zowel in de vermogensmarkt, als de verzekeringsmarkt) om tot een waardering te komen van de onderdelen van REAAL. In de DCF-waardering is rekening gehouden met:*
    - *De aankomende (strengere) Solvency II regulering. Derhalve hebben deskundigen rekening gehouden met hogere solvabiliteitseisen in de waardering (230%) voor REAAL Leven en Zwitserleven;*
    - *Er is rekening gehouden met de rente termijnstructuur voor de (defensieve) beleggingsportefeuille van REAAL. Hierdoor is rekening gehouden met de renteontwikkelingen op basis van deze rentecurve per peildatum.*
  - *Deskundigen hebben in de DCF-waardering helaas geen sensitiviteitsanalyses kunnen uitvoeren met betrekking tot het langleven risico of door het doorvoeren van een parallelle verschuiving van de rentecurves. Dit komt door het feit dat deskundigen hebben moeten werken met managementprojecties in de DCF-waardering, waardoor het niet mogelijk was om de zojuist genoemde sensitiviteitsanalyses uit te voeren.*
  - *De Marktbenadering is de primaire waarderingsmethodiek, aangezien deskundigen een waardering hebben moeten doen voor transactiedoeleinden (het gaat in de waardering om de uiteindelijke verkoopwaarde van REAAL). Het is, volgens deskundigen, niet onredelijk om te kijken naar de waarde van REAAL, gebaseerd op de verschillende prijzen welke geobserveerd kunnen worden in de financiële markten.*

- Deskundigen gaan te kort door de bocht door de geconsolideerde waardering van REAAL:
  Commentaar deskundigen:
  - *Deskundigen zijn van mening dat een zogenaamde som-der-delen waardering op basis van de marktbenadering in theorie een betere methode is, maar bij toepassing in de praktijk op het volgende probleem stuit: veel van de vergelijkbare ondernemingen zijn een mix van een schade- en levensverzekeraar, waardoor er geen direct observeerbare, separate multiples zijn voor de schade- en levensactiviteiten. Het is derhalve niet goed mogelijk om een standalone waardering uit te voeren voor de verschillende segmenten van REAAL, op basis van de Marktbenadering.*
  - *Bij de DCF-waardering is daarentegen wel een onderscheid gemaakt tussen de waarde van REAAL Leven, Zwitserleven en REAAL Schade. De waarde van REAAL Schade ligt hierbij in een redelijke bandbreedte t.o.v. de concrete biedingen, welke bekend waren per peildatum (zie ook het bod van CVC van € 625 miljoen op REAAL Schade).*

- Uitsplitsing is noodzakelijk, vanwege het feit dat Schade moet worden gewaardeerd volgens de P/TBV multiple, terwijl Leven via P/EV gewaardeerd moet worden. Verschillen tussen onderdelen kunnen materieel effect hebben op de waardering:
  Commentaar deskundigen:
  - *M.b.t. de P/Embedded Value ('EV') multiple merken deskundigen het volgende op:*

- *Idealiter zouden deskundigen de waardering van REAAL op basis van de P/EV multiple bepalen. REAAL heeft echter geen embedded value berekening uitgevoerd per jaareinde 2012. De meest recent beschikbare embedded value berekening voor REAAL dateert derhalve per einde 2011. Deskundigen achten deze berekening van de embedded value te ver voor de peildatum;*
- *Er waren geen EV-berekeningen per einde 2012 voor de vergelijkbare ondernemingen beschikbaar per peildatum;*
- *Deskundigen wijzen daarnaast op de P/EV-analyse van Lazard, welke is uitgevoerd op basis van 2011 data. Lazard hanteert hierbij marktdata welke vlak voor de peildatum bekend waren (begin januari 2013) en combineert deze data met de EV-berekeningen per einde 2011. Dit wijkt niet af van de analyse welke deskundigen zouden hebben kunnen uitvoeren op basis van de beschikbare data per peildatum. Lazard komt op een minimale waarde van € 1,2 mrd (incl. woekerpolis correctie), waarbij deskundigen ongeveer op € 1,0 mrd zouden uitkomen.*
- *Overige adviseurs, zoals Morgan Stanley, hebben ook gebruik gemaakt van P/TBV multiples voor de waardering van het levensbedrijf. Morgan Stanley heeft ook gekeken naar P/E multiples, op basis van het onderliggend resultaat, net zoals deskundigen dit hebben gedaan.*
- *De waarderanges van de P/TBV en P/E liggen in een gelijkwaardige bandbreedte, derhalve zal een waardering op segment niveau (bij toepassing van de verschillende multiples) niet tot een significant andere waardering leiden.*

- Vergelijking met buitenlandse verzekeraars is onjuist. Multiples van ING zijn niet representatief, omdat het voor de helft een bankbedrijf is.
  Commentaar deskundigen: deskundigen begrijpen het commentaar m.b.t. de vergelijkbaar-heid van REAAL, een puur Nederlandse verzekeringsmaatschappij, met buitenlandse verzekeraars.
  Deskundigen zijn desondanks van mening dat de financiële vergelijkbaarheid van de verzekeraars voldoende aanleiding vormt om ook niet-Nederlandse vergelijkbare bedrijven op te nemen. Om een voorbeeld te geven, Helvetia, Storebrand en Baloise zijn een redelijk goede fit qua return on tangible book value, als ook een goede fit qua focus op levensverzekeringen. Daarnaast, zoals ook eerder aangegeven, waren sommige relevante ontwikkelingen waaraan verzekeringsondernemingen onderhevig waren (de dalende rente, de introductie van Solvency II) geen specifiek Nederlandse ontwikkelingen. Derhalve achten deskundigen het niet onredelijk om meer ondernemingen te beschouwen dan louter Nederlandse verzekeringsondernemingen.
  Deskundigen hebben voor de P/TBV gekeken naar de Nederlandse verzekerings-maatschappijen, waarvoor de gemiddelde P/TBV gelijk is aan 0.70x. De geconcludeerde multiple ligt lager dan de gemiddelde multiple van alle vergelijkbare ondernemingen.
  Voor de toepassing van de P/E multiple hebben deskundigen naar een bredere groep gekeken. Deskundigen merken op dat wanneer zij alleen de Nederlandse vergelijkbare ondernemingen beschouwd zouden hebben (consistent met de selectie van de P/TBV multiple), de P/E multiple zou dalen naar 6.8x. Hierdoor zou de bandbreedte o.b.v. de P/E multiple dalen met ongeveer € 160 miljoen. Deskundigen hebben berekend dat dit maximaal tot een lagere waardering van REAAL van € 50 miljoen zou leiden. Deskundigen achten deze waarde-impact minimaal en achten dit op zichzelf geen reden om de conclusie te wijzigen, gegeven het feit dat de puntschatting van de deskundigen in elk geval in een bandbreedte beschouwd dient te worden.

- Deskundigen corrigeren voor marktomstandigheden in gekozen multiple. De aangepaste multiple is echter nog steeds hoger dan de P/TBV van ING en Aegon. REAAL heeft een lagere solvabiliteit dan de peers; REAAL heeft een hogere combined ratio; REAAL had een defensievere beleggingspositie.

Commentaar deskundigen:

- *Deskundigen hebben zo veel mogelijk (markt)omstandigheden/ontwikkelingen geprobeerd mee te nemen in de Marktbenadering voor REAAL.*
- *Met betrekking tot een mogelijke correctie in de waarde voor de solvabiliteit, betwijfelen deskundigen of hiervoor moet worden gecorrigeerd op basis van de toegepaste multiple (P/TBV multiple).*
- *Een hogere combined ratio van REAAL wordt gereflecteerd in de gehanteerde basis, bijvoorbeeld, in de lagere net profit van REAAL.*
- *Deskundigen zijn het eens met de observatie omtrent de 'defensievere' beleggingspositie van REAAL. Echter, dit zou betekenen dat haar risico veel lager zou zijn, wat tot een hogere multiple zou moeten leiden. Deskundigen zijn het niet eens met de stelling dat een lager risico zou moeten leiden tot een lagere multiple voor REAAL.*
- *Deskundigen wijzen er daarnaast op dat alle bovengenoemde ontwikkelingen zijn opgenomen in de DCF-waardering: (i) er is een hogere target solvency opgenomen in de waardering voor de levensverzekering onderdelen (waardoor tekorten op peildatum in ogenschouw zijn genomen), (ii) de (verwachte) operationele kosten zijn expliciet meegenomen in de waardering, waarbij deskundigen wel opmerken dat in het OP van REAAL een concrete lastenverlichting werd verondersteld, (iii) op basis van de karakteristieken van de beleggingspositie van REAAL zijn de beleggingsinkomsten geschat (op basis van de rente termijnstructuur per peildatum).*

- Bevindingen van een due diligence onderzoek moeten worden meegenomen.
  Commentaar deskundigen: het is deskundigen onvoldoende duidelijk wat er specifiek bedoeld wordt met 'bevindingen van een due diligence onderzoek'. Deskundigen hebben inderdaad geen volledig due diligence onderzoek uitgevoerd per peildatum. In de optiek van deskundigen betekent dit echter niet dat mogelijke bevindingen niet zijn meegenomen in de waardering van REAAL. Bijvoorbeeld in de DCF-waardering hebben deskundigen, zoals eerdergenoemd, bepaalde ontwikkelingen/REAAL-specifieke karakteristieken m.b.t. de solvabiliteit, beleggingspositie en rente termijnstructuur in ogenschouw genomen.

- Tekort via saldocompensatiestelsel zou in ogenschouw moeten worden genomen in de waardering van REAAL.
  Commentaar deskundigen: zie hiervoor in Hoofdstuk 10.1.3.

- REAAL had een lagere solvabiliteitspositie dan door partijen in de markt geschat. Kapitaal zou extra moeten worden bijgestort, wat tot een lagere koopprijs zou leiden.
  Commentaar deskundigen: zie de eerdere antwoorden. Daarnaast wensen deskundigen nog toe te voegen dat bepaalde (significant andere dan door management beoogde) plannen (bijvoorbeeld een zogenaamde closed book approach) ook tot significante vrijval van solvabiliteit zouden kunnen leiden.

- REAAL Schade was verliesgevend over 2012, vanwege de zeer competitieve marktomgeving. Vanwege verliesgevendheid zouden extra kapitaalstortingen uit REAAL nodig zijn voor REAAL Schade. Dit is echter onmogelijk.
  Commentaar deskundigen: deskundigen hebben gekeken naar de verwachtingen omtrent REAAL Schade. Daarbij merken deskundigen op dat 2011 een winstgevend jaar was voor REAAL Schade. De boekwaarde van het eigen vermogen van REAAL Schade toont een eigen vermogen van € 624 miljoen, daarnaast is de gerapporteerde (Solvency I) ratio van schade gelijk aan 490% per einde 2012. De 490% is inclusief het gerealiseerde verlies over het jaar 2012.

- Uit due diligence bevindingen zou blijken dat er een actuariële aanpassing zou moeten worden gedaan voor Leven. Deskundigen zouden dit in ogenschouw moeten nemen in de waardering.
  Commentaar deskundigen: deskundigen begrijpen niet op welke actuariële aanpassingen de reactie van de Minister van Financiën doelt. Deskundigen hebben echter in de DCF-waardering verschillende omstandigheden/ontwikkelingen opgenomen, welke relevant zijn voor de waardering van REAAL. Zie eerdere antwoorden van deskundigen voor de uiteenzetting van deze ontwikkelingen.

- Deskundigen zitten aan de onderkant van de bandbreedte voor de woekerpolissen.
  Commentaar deskundigen: deskundigen hebben ook gekeken naar de verschillende inschattingen van andere adviseurs, die een waardering hebben uitgevoerd van REAAL. Zoals eerder aangegeven, hebben deskundigen rekening gehouden met een totale woekerpolis voorziening van € 529 mio, waarvan € 200 mio als extra voorziening is opgenomen in de waardering van REAAL door deskundigen.

- Deskundigen hebben REAAL stand alone met REAAL + Asset Management (van andere banken) vergeleken. Oftewel, de waarde van REAAL zou lager moeten uitvallen.
  Commentaar deskundigen: dit geldt ten dele voor de Marktbenadering, maar onduidelijk in welke mate:
  - *Deskundigen hebben gekeken naar de verschillende waarderingen van de adviseurs met betrekking tot de waardering van SNS Asset Management:*
    - *Goldman Sachs benoemt dat de transactiescope bij een verkoop van REAAL alomvattend moet zijn m.b.t. de verschillende onderdelen, waarbij SNS AM expliciet wordt genoemd. Er wordt echter geen aparte waardering gepresenteerd van SNS AM. Daarnaast rekent Goldman Sachs een 'implied' P/E multiple uit voor de verschillende onderdelen van REAAL, waarvoor het Business Plan van REAAL als onderliggend wordt gehanteerd. Het Business Plan van REAAL omvat, echter, niet de nettowinst van SNS AM. Goldman Sachs maakt in haar waardering geen correcties voor eventuele kosten in de Holding (SNS REAAL N.V.) of voor de waarde van de deelnemingen welke direct onder holding entiteit vallen. Toelichting van Goldman Sachs waarom hier geen rekening mee is gehouden, ontbreekt in haar rapportage.*
    - *Net als Goldman Sachs, houdt Lazard ook geen rekening met de deelnemingen of holdingkosten welke direct onder SNS REAAL N.V. vallen. Lazard geeft geen verdere uitleg waarom dit niet is gedaan.*
    - *Morgan Stanley neemt in haar waardering wel een correctie op voor de kosten van SNS REAAL N.V. Morgan Stanley presenteert dit als een negatieve waarde-impact op de totale waarde, op basis van de holdingkosten van € 83 mio minus € 44 mio aan rentekosten (gerelateerd aan de double leverage). Per saldo rekent Morgan Stanley met € 39 mio aan kosten. Het is, echter, onduidelijk of de kosten van SNS AM al in deze negatieve post zitten.*
    - *Bij overige waarderingsrapporten van adviseurs wordt SNS Asset Management echter niet vermeld onder de scope van de waardering.*
  - *De indicatieve biedingen van verschillende verzekeringspartijen zijn wel inclusief SNS AM. Echter, deze biedingen liggen binnen de bandbreedte waarbinnen de puntschatting van REAAL door deskundigen moet worden gezien.*

- Waarderingen zijn erg indicatief en zijn onder voorbehoud van due diligence bevindingen.
  Commentaar deskundigen: deskundigen onderschrijven het indicatieve karakter, maar zijn desondanks van mening dat deze indicaties relevante en realistische waarde-indicaties zijn.

- Waardering van Goldman Sachs was een half jaar voor de peildatum en is dus niet representatief.
  Commentaar deskundigen: deskundigen hebben geprobeerd alle waarderingen in ogenschouw te nemen. Deskundigen zijn niet van mening dat een waardering van 6 maanden voor peildatum niet representatief is voor de benchmark van REAAL.

- De ASR-bieding was gebaseerd op publieke informatie, en is aangepast na een due diligence onderzoek:
  Commentaar deskundigen: dit was inderdaad een indicatieve bieding, maar als aangegeven, was de bieding inclusief een (negatieve) aanpassing voor de woekerpolisaffaire, lang-levenrisico en de lage rente-omgeving. Bovendien zag ASR goede mogelijkheden voor synergie tussen beide ondernemingen en was zij zelfs voornemens een bod uit te brengen op geheel SNSR.

- Door deskundigen gepresenteerde biedingen zijn niet representatief vanwege indicatief karakter:
  Commentaar deskundigen: indicatieve biedingen zijn inderdaad minder informatief dan een finaal bod, en als zodanig niet onbelangrijk, zeker in een situatie waarin geen sprake is van een finaal bod. Bovendien waren de biedingen afkomstig van goed geïnformeerde partijen en wisten zij dat er meerdere partijen geraadpleegd zouden worden.

- Indien deskundigen biedingen als benchmark willen gebruiken, dan zouden zij deze moeten aanpassen voor due diligence bevindingen:
  Commentaar deskundigen: zie eerdere antwoorden.

- Deskundigen hebben de waarderingen van RBS en RBC buiten beschouwing gelaten, waardoor vergelijking onvolledig is. Deskundigen mogen niet cherry picken.
  Commentaar deskundigen: deskundigen merken op dat de waardering van REAAL door RBS in eenzelfde bandbreedte ligt als de waardering van REAAL door deskundigen. De waardering van RBC ligt significant lager dan de waarde, zoals vastgesteld door deskundigen. Deskundigen merken echter op dat de context en het doel van de analyse van RBC onbekend is en dat de opbouw van de waarde niet inzichtelijk is. Daarnaast observeren deskundigen dat de waarde-opbouw van de verschillende segmenten sterk afwijkt van die van andere adviseurs. Deskundigen twijfelen hiermee aan de deugdelijkheid van de waardering van RBC. Deskundigen merken tenslotte op dat zij de waardering, zoals uitgevoerd door Credit Suisse, ook niet in de benchmark hebben opgenomen, aangezien deze waardering significant hoger was dan de waarderingen van de andere adviseurs (en als 'outlier' is beschouwd).

- Sommige vergelijkingen zijn onjuist gepresenteerd. De waardering van Morgan Stanley van 1,5 mrd is excl. woekerpolissen. Daarnaast wordt de double leverage niet volledig meegenomen:
  Commentaar deskundigen: deskundigen hebben dit aangepast; dit verandert de conclusie echter niet.

- De marktbenadering is ten onrechte de primaire waarderingsmethodiek. Waardering op basis van een due diligence onderzoek en distributable earnings model zou leidend moeten zijn:
  Commentaar deskundigen: zie eerdere antwoorden.

- De benchmark analyse dient, volgens de Minister, geen nader doel.
  Commentaar deskundigen: benchmark analyse toont de opinies van verschillende adviseurs van marktpartijen inzake de waarde van REAAL. De analyse heeft daardoor als doel om inzicht te krijgen in de waarneming van de waarde van verschillende adviseurs van de relevante marktpartijen.

- Indien benchmark gehandhaafd wordt, zou een meer representatieve vergelijking moeten worden opgezet (i.e. vergelijking met alle indicatieve waarderingen):
  Commentaar deskundigen: zie eerdere antwoorden.

- Deskundigen hebben een DCF uitgevoerd, onder andere op basis van de onderliggende data van de TRT, maar deze data zitten niet in de dataroom. De onderbouwing van belangrijke aannames omtrent Solvency II ontbreken. De LTG van 1.5% wordt niet onderbouwd. De disconteringsvoet is nauwelijks onderbouwd. De DCF-waardering houdt geen rekening met due diligence bevindingen.
  Commentaar deskundigen:
  - *De informatie m.b.t. de TRT-kasstromen vormt inderdaad de basis voor de DCF-waardering van REAAL Leven en Zwitserleven. Deze informatie is echter op informele en strikt vertrouwelijke wijze verkregen via VIVAT. Deze informatie kan derhalve niet in de dataroom gedeeld worden.*
  - *Zoals deskundigen eerder hebben aangegeven, was het per peildatum niet bekend wat de exacte gevolgen zouden zijn van de introductie van Solvency II. Derhalve hebben zij gekozen voor een hoger solvabiliteitsniveau van 230% voor REAAL Leven en Zwitserleven, terwijl REAAL Schade een (target) solvency ratio heeft van 300%. Dit zijn solvency ratio's die binnen de geobserveerde bandbreedte liggen van andere verzekeraars en ook ver boven de minimum ratio van 175% (zoals gehandhaafd door DNB).*
  - *Deskundigen hebben een risk-free rate bepaald van circa 2% (op basis van de genormaliseerde, 10-jaars German government strips), ten opzichte van een spot risicovrije rente van 1,8%. Deskundigen zien de 2% als een maximale LTG (aangezien de risicovrije rente als proxy kan worden gezien voor inflatie). Deskundigen hebben geconcludeerd tot een lagere LTG van 1,5%.*
  - *De parameters van de disconteringsvoet zijn, naar de mening van deskundigen, in dit rapport voldoende toegelicht. Deskundigen hebben de broninformatie verder aangescherpt.*
  - *De DCF-waardering, zoals uitgevoerd door deskundigen, neemt verschillende ontwikkelingen in ogenschouw, zoals (i) de verwachte, strengere solvabiliteitseisen onder Solvency II, (ii) de rentetermijn structuur per peildatum voor de portefeuille van REAAL, (iii) de verwachte kasstromen van de verzekeringsportefeuille van REAAL en (iv) de hoge competitie in de levensverzekeringsmarkt (uitgedrukt in de negatieve waarde van de Value New Business, welke in ogenschouw genomen wordt).*

B. Run-off scenario's
- De Minister verwijst op verschillende plekken naar het rapport van Deloitte ('Notitie Deloitte'), dat als bijlage bij de reactie van de Minister is opgenomen. Hieronder geven deskundigen commentaar op punten uit de Notitie Deloitte, voor zover die niet eerder reeds geadresseerd zijn. Kort samengevat zijn dit de belangrijkste punten van kritiek:
  - Er zijn alternatieven voor het run-off scenario denkbaar die tot een hogere opbrengst zouden kunnen leiden;
  - Sensitiviteitsanalyses ontbreken;
  - Complexiteit juridische structuur. Ten onrechte is uitgegaan van geconsolideerde afwikkeling;
  - Summiere onderbouwing contante waarde factor. Geen rekening is gehouden met onzekerheden in de kasstroom;
  - Onduidelijke timing van het run-off scenario;
  - Geen liquiditeitskorting gehanteerd;
  - Discount for lack of marketability zou nodig zijn geweest;
  - De risicovrije voet vormt een onjuiste basis voor de rendementseis voor de onteigende effecten;

- Beperkte verhandelbaarheid onteigende effecten. Weinig investeerders kunnen of willen in distressed debt investeren.

Commentaar deskundigen: verwezen wordt naar hetgeen elders in dit rapport wordt opgemerkt over de geconsolideerde afwikkeling en de uitkomsten van het run-off scenario, inclusief de hierboven reeds gegeven antwoorden met betrekking tot bovenstaande punten. Zie met name Hoofdstuk 7.3.

- Ten aanzien van de run-off van PF, € 2,4 mrd of 2,8 mrd afboeking (Notitie Deloitte 4.2) en de waarde van SNS Asset Management in het faillissement van SNSR, (SNS Asset Management vertegenwoordigt een lagere waarde vanwege afhankelijkheid van één z.g. captive client REAAL (Notitie Deloitte 4.3):
  Commentaar deskundigen: de prudentie van de afwaardering van € 2,4 mrd inzake PF is uitgebreid beargumenteerd en nader onderbouwd in H4, meer specifiek in paragraaf 4.2.2. De waardering van REAAL is elders onderbouwd en ook hiervoor in dit hoofdstuk nader toegelicht. Bij de waardering van het bedrijfsonderdeel SNS AM is een marktconforme waarderingsmultiple toegepast en is ook gekeken naar beschikbare sum-of-the-parts analyses van externe analysts.

- Ten aanzien van de run-off van SNS Bank zijn de belangrijkste punten van commentaar als volgt:
  - Aflossingsschema hypotheken niet onderbouwd. Deskundigen gaan uit van een afbouw in 10 jaar tot 25% van de portefeuille oftewel een jaarlijkse afbouw van 13%. Deze snelle afbouw komt niet overeen met de constant prepayment rate (‘CPR’) die op de peildatum in de markt waarneembaar was.
    Commentaar deskundigen: er is inderdaad een hogere pre-payment rate toegepast, omdat verhogingen en oversluitingen niet meer zullen plaatsvinden, waardoor klanten naar andere banken zouden overstappen. Dit levert een hogere pre-payment rate op.

  - Rente-inkomsten conceptueel onjuist berekend. Rente-inkomsten worden berekend op basis van de saldi aan het begin van het jaar. Er wordt geen rekening gehouden met aflossingen gedurende het jaar.
    Commentaar deskundigen: dit is inderdaad een gesimplificeerde aanname. Echter, door deze keuze wordt effectief een iets tragere aflossingsschema verondersteld dan de genoemde CPR van 13%, met name gedurende elk jaar. Deze versimpelde aanname compenseert daarmee bovenstaand punt. Het belangrijkste aspect voor deskundigen hierbij is weergegeven in paragraaf 7.3: de run-off zal waarschijnlijk minimaal 10 jaar duren en de periode na dit decennium zal alleen maar aanleiding geven voor hogere extra kasstromen (bijvoorbeeld: meer extra rente-inkomsten, kans op kleinere discount bij verkoop restant van de portefeuille, etc.). Met andere woorden: de uitkomsten ten aanzien van de mogelijkheid om alle schulden nominaal af te kunnen lossen worden nu niet anders.

  - Aflossing van de vorderingen op banken: de aanname omtrent de kasinstromen vanuit PF naar SNS Bank zijn niet consistent met de aanname over de kasuitstromen vanuit PF, welke pas in 2023 zouden geschieden. Bij PF wordt ervan uitgegaan dat de kasstromen na tien jaar beschikbaar komen, terwijl er bij SNS Bank van wordt uitgegaan dat de kasstromen uit PF gedurende de tien jaars periode beschikbaar komen. Dit resulteert in een onterechte vervroegde uitdeling van ca. € 5,3 mrd.
    Commentaar deskundigen: in paragraaf 7.11 staat duidelijk aangegeven dat de aanname van deskundigen is dat de PF-portefeuille ook in 10 jaar wordt afgelost, zodat het afgewaardeerde bedrag aan leningen en REO’s per peildatum in 10 jaar wordt terugverdiend.

  - Afwikkeling per juridische entiteit versus een veronderstelde geconsolideerde afwikkeling.

Commentaar deskundigen: zie eerder in dit hoofdstuk. Dit is inderdaad een vereenvoudigde aanname, maar beïnvloedt de uiteindelijke uitkomsten niet volgens deskundigen. Allereerst wordt dit veroorzaakt door het feit dat alle relevante achtergestelde schulden bij de holding zitten (SNS Bank N.V.), waardoor de volgorde van afwikkeling voor deze stukken niet van belang is. Daarnaast hebben deskundigen nog een cross-check toegevoegd middels een run-off van deze enkelvoudige entiteit SNS Bank N.V. op dezelfde wijze als bij de geconsolideerde SNS Bank groep en dit leidt tot hetzelfde resultaat: ook dan kunnen de achtergestelde leningen na 10 jaar volledig worden afgelost. Voor het overige wordt verwezen naar Hoofdstuk 7.6.

- Hieraan gerelateerd de opmerking dat beschikbaarheid van liquide middelen en kasstromen in het eerste jaar van het faillissement te hoog zou zijn voorgesteld. Deskundigen gaan uit van een bedrag van € 18,4 mrd aan kasstroom in het eerste jaar. Deloitte komt op slechts € 10,2 mrd:
  Commentaar deskundigen: ook dit aspect wordt minder relevant, gezien het antwoord op het vorige punt.

- Vervolgens het punt inzake de tijdswaarde van geld. Kort gezegd is een belangrijke opmerking in de Notitie Deloitte, dat onzekerheid qua toekomstige ontwikkelingen onvoldoende gereflecteerd zou zijn in de gebruikte disconteringsvoet dan wel in het gebruik van meerdere scenario's:
  Commentaar deskundigen: zoals in dit rapport meer uitgebreid besproken in paragraaf 7.3, zijn deskundigen gestart vanuit een ander perspectief. Allereerst menen zij dat de keuze voor een run-off van SNS Bank onontkoombaar zou zijn geweest; dit wordt op meerdere plaatsen toegelicht Vervolgens is er inderdaad de onzekerheid hoe een dergelijke run-off zich zal gaan ontwikkelen. Echter, middels het gebruik van meerdere scenario's qua run-off (bijvoorbeeld: qua lengte, qua verwachte ontwikkeling van de rente, qua verwachte benodigde discount op het restant van de portefeuille) blijkt dat het resultaat identiek blijft: run-off zal voldoende extra middelen genereren om de schulden van SNS Bank in hun geheel te kunnen aflossen en wel met een zodanige extra marge dat deze aflossing verondersteld kan worden plaats te vinden met aan zekerheid grenzende waarschijnlijkheid. Deze benadering maakt verdere inschattingen van meer precieze onzekerheden in bepaalde parameters overbodig. Meer relevant is om de kwaliteit van de hypotheekportefeuille op de peildatum nader te toetsen en dit hebben deskundigen mede laten beoordelen door het hiertoe gespecialiseerde externe bureau OSIS.

- Keuze van de uiteindelijke disconteringsvoet. Toelichting op disconteringsvoet veel te summier:
  Commentaar deskundigen: vanwege bovenstaande argumentatie inzake de mate van marge van extra kasstromen, kiezen deskundigen voor een risicovrije rente als disconteringsvoet. Als eerder aangegeven is deze disconteringsvoet voor een 10-jaars periode gelijk aan 2% (na normalisatie op basis van een voortschrijdend gemiddelde) en 2,5% voor een 15-jaars periode (bij een mogelijk langere run-off). De resulterende gemiddelde disconteringsfactor van beide voeten is 0,75 en deze factor is vervolgens door deskundigen gebruikt. Ter illustratie: deze factor zou 0,82 zijn geweest in geval van 10 jaar en 2%.

- Deskundigen hebben ten onrechte veel gebruik gemaakt van feiten en omstandigheden, die op de Peildatum niet bestonden. Op peildatum bestond grote onzekerheid over de uitkomst van de afwikkeling van DSB Bank. Curatoren voorzagen toen nog dat geen uitkering op AGL's

mogelijk zou kunnen zijn. Een koper had dus geen reden om een uitkering op de AGL's te verwachten:
Commentaar deskundigen: zoals in dit rapport nader betoogd, deskundigen hebben weliswaar aansluiting gezocht bij de situatie rondom DSB Bank, maar dit slechts gedaan voor de periode tot aan de peildatum.

- Overige punten in de Notitie Deloitte zijn:
    - Inconsistenties en onjuistheden in de uitwerking van faillissement scenario. Overige beleggingen worden liquide verondersteld.
      Commentaar deskundigen: deze beleggingen hebben betrekking op de overheid als kredietnemer. Daarvoor was ook in de markt rond peildatum een liquide markt. Waardering is geschied op marktwaarde.

    - Veronderstelling t.a.v. derivatenpositie houdt geen rekening met de complexiteit van deze positie:
      Commentaar deskundigen: de derivatenpositie en de waardering daarvoor is onderbouwd in Hoofdstuk 4, p.66 e.v. Hier is wel degelijk rekening gehouden met de complexiteit, zoals in het rapport wordt beschreven.

    - Onvoldoende liquide middelen beschikbaar in het eerste jaar van faillissement. Niet alle kasstromen vloeien naar SNS Bank op basis van daadwerkelijke juridische structuur:
      Commentaar deskundigen: dit is toegelicht in Hoofdstuk 7.6, alwaar het verschil tussen geconsolideerd en niet-geconsolideerd afwikkelen aan de orde komt.

    - SNS Bank: In de dataroom is geen lijst van verstrekte zekerheden aangetroffen. In het jaarverslag worden wel de repurchase agreements genoemd. Zonder verdere toelichting wordt uitgegaan van compensatie van spaargelden met hypotheken. Compensatie wordt echter bemoeilijkt indien sprake is van verschillende entiteiten:
      Commentaar deskundigen: binnen de opdracht van deskundigen gaat het te ver om op contractbasis uit te zoeken of spaartegoeden met hypotheken kunnen worden gecompenseerd. Deskundigen kunnen niet uitsluiten dat spaargelden en hypotheken bij verschillende entiteiten zijn ondergebracht, in welk geval verrekening ingevolge artikel 53 FW wordt bemoeilijkt. Dit leidt echter niet tot een substantieel andere uitkomst van de uiteindelijke waardevaststelling.

    - Beleggingen: de echt liquide beleggingen waren grotendeels (€ 3,0 mrd) ondergebracht bij ASN Bank, terwijl de separatisten vorderingen hadden op SNS Bank:
      Commentaar deskundigen: zoals verwoord in eerdere antwoorden, dit maakt voor uitkomst van de uiteindelijke run-off geen verschil. Deskundigen hebben zelfs een separate run-off voor SNS Bank N.V. (enkelvoudig) verricht en dit ondersteunt het vermelde resultaat. Er zou voldoende geld in de boedel hebben gezeten om de separatisten/ de pandhouders in het eerste jaar van het faillissement af te lossen.

    - Overige beleggingen: leningen aan de overheid, zakelijke klanten en particulieren ad in totaal € 2,9 mrd. Groot gedeelte stond op de balans van ASN Bank. Zijn meegenomen voor 100% van de boekwaarde ondanks het feit dat ze niet van hoge kwaliteit waren. Voor de zakelijke leningen van SNSR werd een afboeking van 10% gehanteerd:

Commentaar deskundigen: deze beleggingen zijn volgens deskundigen wel van voldoende kwaliteit. Bovendien is het hier betwijfelde gedeelte dusdanig gering dat, ook al zou dit zo zijn, het de resultaten niet aantast.

- Liquide middelen: bestaan voor een deel uit deposito's bij SNS Bank. Ná faillissement niet meer direct beschikbaar:
  Commentaar deskundigen: aangenomen is dat de liquide middelen reeds in het eerste jaar te gelde gemaakt hadden kunnen worden.

- Materiële vaste activa: afboeking van slechts 15%, hoewel 85% bestond uit OG en de rest uit meubilair, PCs, auto's etc. Bij SNSR is uitgegaan van een afboeking van 25%:
  Commentaar deskundigen: een eventuele iets hogere afboeking zou niets afdoen aan de uitkomsten van de run-off.

- Derivaten: actief € 3,1 mrd en passief € 3,1 mrd. Een afwijking van 10% kan een gezamenlijk effect hebben van ca. 0,6 mrd:
  Commentaar deskundigen: verwezen wordt naar de toelichting inzake de derivaten in Hoofdstuk 4.2.1.

- Beheerskosten: schatting is summier en onvoldoende onderbouwd:
  Commentaar deskundigen: de beheerskosten zijn naar het oordeel van deskundigen in voldoende mate gespecificeerd en onderbouwd.

10.1 Commentaar DNB

10.2.1 CVC-scenario

1. Kwalificeerde niet als finale oplossing voor kapitaaltekort – teveel onzekerheden en complicaties nog.
   Commentaar deskundigen: de bedoeling van CVC was om te komen tot een zogenaamde terms of agreement, waarna het officiële zogenaamde Sale & Purchase Agreement direct nadien verder had kunnen worden uitonderhandeld, gedurende de resterende 2 weken tot aan de geplande bekendmaking van de voorlopige jaarcijfers over 2012. Het voorstel van CVC voldeed aan de eis tot oplossing van het kapitaaltekort, zelfs na de voorgestelde ophoging door MinFin tot afboeking van € 2,8 mrd op de leningenportefeuille van PF, zoals pas opgebracht op 30 januari, 24 uur voor de deadline van DNB.

2. Geen commitment van CVC Consortium, Stichting Beheer, SNS Reaal, grootbanken en Staat
   Commentaar deskundigen: het ontbreken van de commitment van CVC en de Stichting Beheer is puur formeel. CVC had toestemming van haar investeerders en was bereid de terms of agreement voor akkoord te ondertekenen, indien MinFin dit ook zou willen doen, zo is deskundigen gebleken uit de gehouden interviews. Ook is er formele bevestiging van support door de Stichting Beheer, zo hebben deskundigen kunnen lezen; de Stichting houdt alleen een slag om de arm indien bepaalde fundamenten van het voorstel nadien anders blijken te zijn (zoals bijvoorbeeld de afboeking op PF, die "kennelijk per dag veranderen"). De meest duidelijke verwoording van deze steun geeft de Stichting middels "een 'positieve grondhouding' ten aanzien van de voorliggende term sheet, mede vanwege haar grote betrokkenheid bij SNS.". Ook SNSR zelf wilde duidelijk voor dit scenario gaan,

zoals blijkt uit de presentatie van de RvB van SNSR ten kantore van DNB op 31 januari 2013. Het commitment van de grootbanken is duidelijk een vraagstuk van andere orde. Zij lijken het laatste voorstel van CVC vooral voor kennisgeving aan te nemen en zich min of meer te committeren, mits MinFin dit ook zou doen. Dit is duidelijk meer vrijblijvend en brengt het vraagstuk terug bij het commitment van MinFin. Als aangegeven, MinFin lijkt minder tot niet gecommitteerd omdat zij een onteigening prefereert boven het CVC-voorstel, ondanks de onderliggende economische parameters, waaronder de financiële injectie van € 900 mio door CVC. Ook de uitgesproken voorkeur van ACM voor een relatief sterke, bij voorkeur commercieel opererende, vierde bank naast de 3 grootbanken lijkt hierbij terzijde gelegd. Wellicht konden de 3 GBs zich hier ook in vinden. Gezien de analyse van RBS, adviseur van DNB, dat het CVC-voorstel economisch superieur was aan onteigening, roept dit ook de vraag op waarom DNB niet meer expliciet heeft geadviseerd richting het CVC-scenario.

3. Goedkeuring EC, fiscus en accountant twijfelachtig.
Commentaar deskundigen: deskundigen bevestigen dat deze goedkeuring formeel nog niet aanwezig was. Echter, goedkeuring vanuit de EC voor een bankenheffing ter financiering van de bad bank (PF) is wel duidelijk gesuggereerd middels een e-mailwisseling tussen MinFin en Brussel. Ook DNB was op de hoogte van deze mogelijkheid, zo is aan deskundigen gemeld. Goedkeuring door de fiscus is een lastiger vraagstuk. Immers, de fiscus geeft bijna standaard alleen goedkeuring achteraf. Echter, de goedkeuring voorzover betrekking hebbende op toestemming voor de fiscale aftrekbaarheid van een significant deel van de beoogde afboeking op PF, lijkt redelijkerwijs te verwachten, omdat de afboeking tot een zeer fors fiscaal verlies geleid zou hebben. Belangrijker lijkt de vraag hoe lang SNS Bank nodig zou hebben gehad om deze te ontstane actieve latentie op te gebruiken. Ook de beoogde Liability Management exercitie zou naar verwachting fiscaal behandeld worden op dezelfde wijze als eerder reeds een teruggekochte obligatieserie was behandeld. De goedkeuring van de accountant lijkt een zekerheid. Middels het underwriten van de beoogde forse aandelenemissie van € 1,4 mrd zou extra zekerheid zijn ontstaan qua benodigd eigen vermogen voor SNS Bank en SNSR, waardoor een 'going concern' verklaring meer logisch en vanzelfsprekend zou zijn geworden. Bovendien was het probleem van PF voor de langere termijn in dat geval ondervangen vanwege de bad bank constructie.

4. Voorstel voor bankenheffing ter financiering bad bank lag niet op tafel van DNB
Commentaar deskundigen: dat is een kwestie van definitie. DNB was wel degelijk op de hoogte van deze mogelijke oplossing en zelfs direct betrokken bij ten minste één van de gesprekken tussen MinFin en de Europese Commissie over dit onderwerp, zo is aan deskundigen medegedeeld.

5. Aantal aspecten van CVC-voorstel waren niet acceptabel voor DNB en geheel niet duidelijk was dat dit 'slechts wensen' waren
Commentaar deskundigen: op een aantal punten van het CVC-voorstel was inderdaad geen goedkeuring te verwachten door DNB. Echter, door CVC is aangegeven dat deze punten verder uitonderhandeld hadden kunnen worden, met dien verstande dat het merendeel van deze punten slechts wensen van CVC betrof en nooit tot zogenaamde deal-breakers zouden hebben kunnen leiden. Het bredere, onderliggende probleem hier was dat daadwerkelijke onderhandelingen over de diverse CVC-voorstellen feitelijk nooit hebben plaatsgevonden, omdat MinFin, zo is de indruk van betrokken partijen CVC en SNS, niet serieus heeft willen onderhandelen, doch slechts voortdurend eenzijdig om aanpassingen aan het CVC-voorstel vroeg. Zelfs nog op de laatste dag voor de deadline van 31 januari kwam de wezenlijke mededeling van MinFin dat de beoogde afboeking op de PF-portefeuille verhoogd zou moeten met € 400 mio van € 2,4 mrd naar € 2,8 mrd. In een dergelijk bijzonder proces van overleg met een mogelijke koper c.q. extra financier van SNSR is het lastig om wensen en daadwerkelijk harde eisen van elkaar te onderscheiden.

6. Was bankrun wel uitgebleven bij aankondiging op 1 feb of 14 feb?
Commentaar deskundigen: dit is inderdaad een belangrijk vraagstuk, want dit zou te allen tijde voorkomen moeten worden. Ook het toezicht van DNB was natuurlijk mede in belangrijke mate hierop gericht. Gezien het verloop van onttrekking van spaargelden in januari 2013, zelfs in combinatie met het voortdurende nieuws rondom SNSR en haar strategische opties, de hoeveelheid beschikbare cash middelen van SNS Bank, de transparante werking van het Deposito Garantie Stelsel en de behoefte aan duidelijkheid omtrent de toekomst van SNS Bank en SNSR menen deskundigen dat een bankrun uitgebleven zou zijn, indien op 1 februari aankondiging zou zijn gedaan vaneen voorlopig akkoord tussen MinFin en CVC omtrent een significante financiële injectie in SNSR en een gelijktijdige separatie van PF middels een bad bank. Dit akkoord zou dan nader uitgewerkt gepresenteerd kunnen zijn op 14 februari, gelijktijdig met de bekendmaking van de voorlopige jaarcijfers van SNSR over 2012, zoals reeds enige tijd geleden was aangekondigd. Op basis van een dergelijk significante injectie door partijen met een goede reputatie zouden spaarders zeer vermoedelijk verder gerustgesteld zijn geworden, waardoor een bankrun niet in de lijn der verwachtingen had gelegen. Op financiële markten wordt in het algemeen positief gereageerd op vermindering van onzekerheden.

7. Was nog financiering nodig in maart.
Commentaar deskundigen: dat klopt. Binnen SNSR was een herfinanciering nodig van ca. € 400 mio aan zogenaamde EMTN-leningen. Dit was bekend bij iedereen en volgens het syndicaat onder leiding van CVC was deze herfinanciering ook te regelen geweest, waarbij de belangrijkste stap voorwaarts uiteraard de financiële injectie aan puur risicodragend vermogen van € 1,4 mrd was geweest, waardoor herfinanciering van deze EMTN-leningen ook meer eenvoudig was geworden.

10.2.2 Faillissementsscenario

1. Het is niet juist om het run-off scenario als uitgangspunt van ieder bankfaillissement te hanteren. Het is eerder een uitzondering die slechts onder bepaalde omstandigheden gerechtvaardigd is. Run-off alleen gerechtvaardigd indien dit in het belang van de gezamenlijke schuldeisers is.
Run-off alleen mogelijk indien de failliete bank activa heeft die zich daarvoor lenen (zie bijv. Van der Hoop).
Commentaar deskundigen: deskundigen zijn van oordeel dat het bij de afwikkeling van faillissementen van banken met een grote hypotheekportefeuille voor curatoren in de meeste gevallen veel aantrekkelijker is om een dergelijke bank niet direct te liquideren doch via een run-off scenario, waarbij jaarlijks zeer veel cash wordt gegenereerd, maximaal af te wikkelen en te gelde te maken. In tegenstelling tot het faillissement van bijvoorbeeld een koekjesfabriek, wordt jaarlijks van de hypotheekklanten in de vorm van betaalde rente en aflossingen zeer veel cash geïncasseerd terwijl over de ter financiering aangewende leningen en spaargelden jaarlijks geen rente behoeft te worden uitgekeerd. Aldus ontstaat een geldmachine van indrukwekkende omvang, waarmede jaarlijks tussentijdse uitdelingen aan schuldeisers kunnen worden gerealiseerd. Liquidatie van de portefeuille in 2013, het jaar waarin Nederland nog steeds in diepe economische crisis verkeerde (na reeds 5 jaar van crisis, krimpende economie en teruglopende investeringen en huishoudelijke bestedingen) zou, mede gezien de omvang van de portefeuille, zoal realiseerbaar, gepaard zijn gegaan met zeer hoge discounts. Verwezen wordt naar hetgeen elders in dit rapport hierover is opgemerkt.

2. Run-off geschiedt economisch gezien op kosten van de faillissement crediteuren, die bij een snelle liquidatie een uitkering tegemoet zouden kunnen zien. In een periode waarin de rentestand laag is, kan dit per saldo gunstig voor de gezamenlijke crediteuren uitpakken. Zodra de rentestand echter hoger is, wordt dit onzeker. Het is de vraag of een run-off binnen de wettelijke taak van de curatoren valt.

Commentaar deskundigen: Het behoort tot de kerntaak van curatoren om in het belang van de gezamenlijke schuldeisers te streven naar boedelmaximalisatie. In geval van niet bank faillissementen wordt in de regel de hoogste opbrengst gerealiseerd via een doorstart.
In geval van een faillissement van een bank met een grote hypotheekportefeuille wordt naar het oordeel van deskundigen de hoogste opbrengst gerealiseerd via een run-off scenario.
Weliswaar moeten schuldeisers bij een run-off traject in vergelijking tot een directe liquidatie van de portefeuille langer wachten op uitdelingen doch aan het einde van het faillissement zullen ze via het stelsel van tussentijdse uitdelingen, naar stellige inschatting van deskundigen substantieel meer hebben ontvangen dan in geval van directe liquidatie. Directe liquidatie van een omvangrijke hypotheekportefeuille is slechts realiseerbaar via het accepteren van grote en voor de schuldeisers zeer schadelijke discounts. Zo de directe liquidatie van de gehele hypotheken portefeuille in 2013 al realiseerbaar mocht zijn geweest, quod non, zou de door curatoren te verlenen korting minimaal 15% hebben bedragen, neerkomend op een afboeking van ca. € 5,3 mrd (15% van € 35,5 mrd).
In het door deskundigen geschetste run-off scenario zou de afboeking in totaal hebben bedragen € 1,264mrd (50 basispunten per jaar gedurende tien jaar) plus € 1,383 mrd (verkoop restant portefeuille ná tien jaar met een korting van 15%), neerkomend op een totale afboeking van € 2,6 mrd. In geval van een run-off zou de afboeking op de portefeuille maar liefst € 2,7 mrd lager zijn geweest.
Niet gesteld kan derhalve worden dat, economisch gezien, een run-off scenario ten koste van de crediteuren gaat. Het tegendeel is het geval.

3. Constatering van deskundigen dat run-off scenario bij een bankenfaillissement regel is, steunt feitelijk op de vergelijking met slechts één geval, te weten DSB Bank.
   Commentaar deskundigen: Faillissementen van banken met een omvangrijke hypotheekportefeuille en met name van systeembanken, komen in de praktijk inderdaad in Nederland niet of nauwelijks voor. Deskundigen zijn echter van oordeel dat de financiële voordelen van een run-off scenario, neerkomend op een ordentelijke afwikkeling van de portefeuille, in vergelijking tot een directe liquidatie van de hypotheken portefeuille zodanig overtuigend zijn, dat in de veronderstelde faillissementen van SNS Bank en SNSR-curatoren simpelweg geen andere keuze zouden hebben kunnen maken.

4. Aanzienlijke verschillen tussen beide banken. Bij DSB maakte de zorgplichtproblematiek voorts dat de hypotheekportefeuille feitelijk onverkoopbaar was, aangezien niet duidelijk was of de debiteuren van de hypotheekleningen een tegenvordering op DSB Bank hadden uit hoofde van zorgplichtschendingen en of deze tegenvordering kon worden verrekend met de hypotheekschuld.
   Commentaar deskundigen: Deskundigen erkennen dat de zorgplicht problematiek in het faillissement van SNS Bank of SNSR nauwelijks zou hebben gespeeld. Dit neemt echter niet weg dat, om een directe liquidatie van de zeer omvangrijke portefeuille te kunnen realiseren, kortingen van naar schatting meer dan € 5 mrd hadden moeten worden ingecalculeerd. Dit zou naar schuldeisers toe niet te rechtvaardigen zijn geweest.

10.3 Mr. J. Cornegoor namens VEB

Deskundigen hebben onjuiste keuze gemaakt bij het gebruik van de waardering door C&W.
Twee rapporten: EY: € 1,1 mrd (realistisch scenario) en C&W: € 3,4 mrd (base case).
Minder goed begrijpelijk is waarom deskundigen zijn uitgegaan van de waardering van C&W.
Belangrijkste kritiekpunten:

1. C&W heeft methodiek gebruikt die niet bedoeld is om toekomstige verliezen in kaart te brengen maar om te beoordelen tegen welke prijs bepaalde activa overgenomen kunnen worden zonder dat sprake is van staatssteun.

2. C&W heeft waardering uitgevoerd in heel kort tijdsbestek, zonder te beschikken over daartoe minimaal benodigde informatie.
3. C&W past een verhoudingsgewijs zeer hoge disconteringsvoet toe op toekomstige kasstromen.

Het zou meer voor de hand hebben gelegen om de EY-waardering als uitgangspunt te nemen. Deskundigen worden verzocht niet alleen de C&W-waardering als uitgangspunt te nemen maar om telkens ook een analyse op te nemen die is gebaseerd op de EY-waardering.
Commentaar deskundigen: zoals uitgebreid weergegeven in Hoofdstuk 4.2.2, hebben deskundigen zich gedetailleerd verdiept in de diverse waarderingen van de PF-portefeuille. Het resultaat hiervan is dat de C&W-methode kwalificeert als meest geschikt voor het doeleinde van de waardering. Vervolgens hebben deskundigen ook aangegeven dat het resultaat van de Base Case van C&W getuigt van een prudente benadering en werd de C&W-waardering meegenomen in het door deskundigen uitgevoerde onderzoek.

10.4 Mr. Spinath namens Stichting Beheer SNS Reaal

i. Rentevorderingen ad € 8,996 mrd niet vatbaar voor verificatie in faillissement SNSR. Voor SNSR geldt hetzelfde regime als voor SNS Bank. De rentevorderingen tegen SNSR kunnen dan ook pas opeisbaar zijn indien ook bij SNSR een boedeloverschot zou resteren. Dit is in lijn met H.R. 24 juni 2016, NJ 2016,497. Hieruit volgt dat het boedelactief van SNSR geheel ten goede zou komen aan de preferente, concurrente en achtergestelde schuldeisers van SNSR. Concurrent: € 620 mio. Achtergesteld: € 1,361 mrd. Een bedrag van € 780 mio zou beschikbaar komen voor de AGL's.
Commentaar deskundigen: een aantal belanghebbenden, waaronder FNV, Italiaanse obligatiehouders, Andalusian Global, Stichting Beheer, Brigade c.s., [UU], 't Stockpaert, hebben in hun commentaar op het conceptrapport betoogd, dat deskundigen in het faillissementsscenario ten onrechte hebben aangenomen dat de post faillissementsrente (rente vervallen ná faillissementsdatum) voor verificatie in het veronderstelde faillissement van SNS Bank en van SNSR in aanmerking zou zijn gekomen.
Samengevat stellen belanghebbenden dat verificatie van de ná faillissementsdatum vervallen rente in strijd is met art 128 FW, ook indien de rentevorderingen worden ingediend via een 403 vordering. Verificatie zou in strijd zijn met het fixatiebeginsel, dat ten grondslag ligt aan artikel 128 FW.
Deskundigen zijn van oordeel dat in lijn met H.R. 24 juni 2016, NJ 2016,497 de ná faillissementsdatum vervallen rente wel degelijk voor verificatie in aanmerking komt indien er bij beëindiging van het faillissement (bij het verbindend worden van de slotuitdelingslijst) sprake is van een boedeloverschot, zoals bij het veronderstelde faillissement van SNS Bank het geval zou zijn geweest. De wijze van afwikkeling van het boedeloverschot ná het verbindend worden van de slotuitdelingslijst is beschreven in Hoofdstuk 7.12. Zoals in het conceptrapport opgemerkt kunnen de rentevorderingen ingevolge artikel 128 FW niet in het faillissement worden geverifieerd, echter de over de geverifieerde vorderingen lopende rente na de faillietverklaring loopt wel door. De gefailleerde is de doorlopende rente verschuldigd gebleven. Het boedeloverschot dient derhalve aangewend te worden om de sedert faillissementsdatum vervallen rente te betalen. Indien het boedeloverschot ontoereikend is om de vervallen rente te betalen, dient op verzoek van de vereffenaar een tweede faillissement te volgen.
In dit tweede faillissement kan de rente, als zijnde pré faillissementsrente, wèl geverifieerd worden.
Aldus zien deskundigen geen reden op grond waarvan bedoelde rente in het tweede faillissement van SNS Bank niet verifieerbaar zou zijn geweest. Artikel 128 FW is in het tweede faillissement niet van toepassing.

Op grond van de ontvangen commentaren op het conceptrapport zien deskundigen wel aanleiding in het faillissementsscenario niet langer uit te gaan van de mogelijkheid, dat de in het tweede faillissement van SNS Bank geverifieerde doch onvoldaan gebleven rente langs de weg van 403 voor verificatie in aanmerking zou zijn gekomen in het(eerste) faillissement van SNSR. Aanvankelijk stelden de deskundigen zich op het standpunt dat de rentevorderingen wel verifieerbaar zouden zijn in het eerste faillissement van SNS Reaal als hoofdelijk schuldenaar, indien en zodra deze vorderingen in het tweede faillissement van SNS Bank geverifieerd zouden zijn. Aan dat standpunt legden zij onder andere ten grondslag dat art. 128 Fw niet ziet op de verhouding tussen de schuldeisers en een hoofdelijk schuldenaar. Bovendien achtten de deskundigen het maatschappelijk en bedrijfseconomisch onjuist dat in het faillissement van een bank de 403-rentevorderingen niet verifieerbaar zouden zijn in het eerste faillissement van SNS Reaal. Op grond van ontvangen commentaren en alle omstandigheden in acht genomen achten de deskundigen het nader overwegende niet onaannemelijk dat verificatie van deze rentevorderingen in het eerste faillissement van SNS Reaal in strijd zou zijn met art. 128 en 136 lid 1 Fw. alsmede met de paritas creditorum, zijnde één van de hoofdbeginselen van het faillissementsrecht, nu de rentevorderingen van de crediteuren van SNSR, vervallen ná faillissementsdatum, ook niet voor verificatie vatbaar zou zijn geweest.

Deze redenering leidt er dan echter wel toe dat bij het verbindend worden van de slotuitdelingslijst in het faillissement van SNSR eveneens sprake van een boedeloverschot zou zijn geweest. Immers gesteld dat in het faillissement van SNSR sprake zou zijn geweest van een boedelactief van ca. € 1,39 mrd, zou ná betaling van de concurrente schulden ad €620 mio en de achtergestelde schulden ad € 375 mio, een overschot hebben geresteerd ten belope van ca. € 395 mio. Deskundigen gaan er daarbij vanuit dat de Core Tier 1 Capital Securities van de Staat (€564 mio) en de Stichting Beheer (€ 423 mio) in het faillissement van SNSR niet voor aflossing in aanmerking zouden zijn gekomen omdat in de toepasselijke condities expliciet staat vermeld dat deze vorderingen, conform de van toepassing zijnde voorwaarden, eeuwigdurend achtergesteld zijn bij alle overige preferente, concurrente en achtergestelde vorderingen (derhalve ook bij de rentevorderingen van de AGL's) en voorts dat beide securities in rangorde gelijk zijn aan gewone aandelen en aandelen B (pari passu). Om deze reden classificeerde DNB de securities als core Tier 1 capital, aldus het persbericht van SNSR d.d. 13 november 2008. Voor een nadere toelichting wordt verwezen naar Hoofdstuk 7.14.

Het surplus in het tweede faillissement van SNSR zou in lijn met H.R. 24 juni 2016, NJ 2016,497 verdeeld moeten worden onder de post faillissementrenteclaims van SNSR en de renteclaims van de 403 claimanten. Beide rentevorderingen zijn in het tweede faillissement van SNSR, zoals gezegd, verifieerbaar. Vraag is dan nog of de renteclaims van de AGL's van SNSR ook zouden moeten meedelen in het surplus. Aangezien krachtens de van toepassing zijnde voorwaarden ook de rente op de achtergestelde vorderingen achtergesteld is, komt deze rente weliswaar voor verificatie doch niet voor betaling in aanmerking, gezien de omvang van de concurrente renteclaims.

Deskundigen zijn van oordeel, dat de Core Tier 1 Securities van de Staat en van de Stichting Beheer in het eerste faillissement alsmede in het tweede faillissement van SNSR op grond van de van toepassing zijnde voorwaarden, niet voor uitdeling in aanmerking zouden zijn gekomen. Zie toelichting in Hoofdstuk 7.13 onder balanspost 22.

ii. Betalingen DGS: € 30,5 mrd zou onder DGS vallen. DNB zou uit hoofde van subrogatie (en dus niet regres) in de rechten van de klanten treden. De subrogatie strekt zich niet uit tot vorderingen op derden. DNB zou niet in de 403 rechten zijn getreden. DNB zou geen verhaalsrecht op SNSR hebben verkregen.
Commentaar deskundigen: deskundigen zijn uitgegaan van de navolgende aanname: subrogatie is een bijzondere vorm van regres. Bij subrogatie mag de schadeveroorzaker of aansprakelijke persoon niet beter of slechter worden van de overgang van de vordering. Waar de spaarder onder de 403 verklaring viel, valt ook de DNB krachtens subrogatie onder de 403 verklaring en is DNB in de 403 rechten getreden van de spaarders/klanten.

iii. Renteberekening: Handelsrente niet van toepassing nu het verstrekken van spaargelden en leningen geen handelsovereenkomsten betreffen. Van toepassing is de wettelijke rente op consumententransacties.
Commentaar deskundigen: deskundigen hebben de al of niet verschuldigdheid van de wettelijke consumenten rente en de wettelijke handelsrente uitvoerig uiteengezet in Hoofdstuk 7.12.

iv. Rente op rente: Rente op rente niet toegestaan nu tijdens faillissement ontstane rentevorderingen niet opeisbaar zijn. Er kan dus geen verzuim ontstaan zodat over de rentevorderingen geen wettelijke rente verschuldigd wordt.
Matiging wettelijke rente: Rente is een vorm van schadevergoeding en als zodanig vatbaar voor matiging cfm art. 6: 109 BW.
Commentaar deskundigen: deskundigen constateren dat er wel degelijk sprake is van verzuim, ook al is de rente tijdens het eerste faillissement niet opeisbaar en/of verifieerbaar en/of verhaalbaar. De rente is wel degelijk vervallen. De systematiek van de wettelijke rente impliceert samengestelde interest. Verwezen wordt naar artikel 6:119 lid 2 BW: "Telkens na afloop van een jaar wordt het bedrag waarover de wettelijke rente wordt berekend, vermeerderd met de over dat jaar verschuldigde rente".
Deskundigen zien, met het oog op de door hen toegepaste consumentenrente, geen aanleiding de rente verder te matigen.

v. Vorderingen uit hoofde van 403-verklaring niet van rechtswege geverifieerd en onderworpen aan verjaring: Vorderingen worden niet van rechtswege erkend en moeten wel door de schuldeisers ingediend worden. Stichting acht het aannemelijk dat slechts een klein gedeelte van de vorderingen zou zijn ingediend. Bovendien zou de verjaringstermijn aanvangen per F. datum SNSR. Normaal wordt de verjaring tijdens faillissement geschorst. Dit geldt niet voor vorderingen die niet ter verificatie kunnen worden ingediend.
Commentaar deskundigen: deskundigen zijn van oordeel, dat vorderingen uit hoofde van 403 verklaring inderdaad niet van rechtswege geverifieerd worden.

De H.R heeft bij arrest d.d.28 november 2014 (ECLI:NL:HR:2014:3464) beslist, dat juist is het oordeel van de rechtbank dat schuldeisers zelf hun vorderingen bij de curator moeten indienen waarvan zij verificatie wensen*. "Ook in faillissement is het aan de schuldeisers zelf om hun rechten geldend te maken dan wel daarvan, desgewenst, af te zien, zoals niet alleen volgt uit de tekst van art. 110 lid 1 Fw, maar ook uit die van art. 108 lid 1, aanhef en onder 1, en art. 122 lid 3 Fw"……." Het voorgaande betekent derhalve dat schuldvorderingen door of namens de schuldeiser zelf ter verificatie moeten worden aangemeld, overeenkomstig de regels van de wet, en dat dit niet kan gebeuren door de curator op eigen gezag*". *Deskundigen achten het, mede gezien de substantiële omvang van de vorderingen, niet aannemelijk dat schuldeisers hun vorderingen niet ter verificatie zouden hebben aangemeld.*

Voor wat betreft het beroep op verjaring merken deskundigen het navolgende op: In het arrest van de HR van 24 juni 2016 (ECLI:NL:HR:2016:1294) kwam de vraag aan de orde wanneer de verjaring van de in het eerste faillissement niet verifieerbare rentevorderingen begint (dan wel is begonnen) te lopen. De HR achtte geslaagd het verweer van de curator dat de rentevorderingen niet opeisbaar zijn geworden voor het einde van het eerste faillissement, zodat de verjaring niet op een eerder tijdstip is begonnen te lopen.

Daartoe is volgens de HR het volgende redengevend. 3.5.1
"De onderhavige rentevorderingen vloeien voort uit reeds ten tijde van de faillietverklaring bestaande rechtsverhoudingen met de gefailleerde, zodat zij in beginsel – evenals de hoofdvorderingen waarmee zij verbonden zijn – op de voet van art. 26 Fw voor verificatie in aanmerking komen, ook als ze pas tijdens het faillissement zijn ontstaan (zie HR 19 maart 2013, ECLI:NL:HR:2013:BY6108, NJ 2013/291 ([.../...]), rov. 3.7.2). Weliswaar maakt art. 128 Fw daarop in zoverre een uitzondering dat na de faillietverklaring lopende rente alleen kan worden geverifieerd indien zij door pand of hypotheek is gedekt, maar ook daaruit blijkt dat de wetgever rentevorderingen in beginsel aanmerkt als vorderingen in de zin van art. 26 Fw, die gedurende het faillissement ook tegen de gefailleerde alleen door verificatie geldend kunnen worden gemaakt. Dat art. 128 Fw de verificatie uitsluit van rentevorderingen als de onderhavige die niet door pand of hypotheek zijn gedekt, brengt dan ook mee dat zij gedurende het faillissement niet verhaalbaar zijn, noch jegens de boedel, noch jegens (het vrijgelaten vermogen van) de gefailleerde. Op grond daarvan moet geoordeeld worden dat deze tijdens het faillissement ontstane rentevorderingen gedurende het faillissement niet opeisbaar zijn, zodat de in art. 3:308 BW bedoelde verjaring van deze vorderingen niet gedurende het faillissement begint te lopen".

Deskundigen zijn om redenen voornoemd van oordeel, dat verjaring van de niet verifieerbare rentevorderingen en de daarmede samenhangende 403 vorderingen niet aan de orde is. De verjaringstermijn zou eerst aanvangen per datum tweede faillissement van SNSR en kan ingevolge artikel 36 FW tijdens een faillissement niet aflopen. Ingevolge het arrest van de HR d.d29 april 2016(ECLI:NL:HR:2016:759) wordt het proces-verbaal van de verificatievergadering – voor zover het betreft de vorderingen die blijkens dat proces-verbaal op de voet van art. 121 lid 1 Fw zijn erkend en niet door de gefailleerde op de voet van art. 126 Fw zijn betwist – ook op het punt van de verjaring van de bevoegdheid tot tenuitvoerlegging daarvan op een lijn gesteld met een rechterlijk vonnis, hetgeen ingevolge artikel 3:324 lid 1 BW een verjaringstermijn van twintig jaar impliceert.

vi. Status Core Tier-1 Securities: In rechte staat niet vast dat deze vorderingen achtergesteld zijn. Stichting heeft bij het Gerechtshof Amsterdam *(moet zijn Rechtbank Amsterdam)* een verklaring voor recht gevraagd dat de vorderingen in rang gelijk zijn aan andere concurrente vorderingen. De procedure bevindt zich in staat van wijzen. Deskundigen worden verzocht hiermede rekening te houden.
Commentaar deskundigen: deskundigen hebben bij balanspost 22 van de boedelbeschrijving van SNSR (Hoofdstuk 7.13) uitvoerig geschetst de status van de Core Tier 1 capital securities. Gemakshalve wordt hiernaar verwezen.

vii. CVC-scenario: de CVC-Aanbieding bevatte nog een extra element, namelijk een bijdrage vanuit SNS voor charitatieve doelstellingen vanuit de Stichting in ruil voor het wegstrepen van een vordering. Op dit element is door de Stichting gereageerd middels een tegenvoorstel en dit zou door CVC zijn geaccepteerd. Dit zou een waardeverhogend effect moeten hebben op de aandelen SNSR in handen van de Stichting.

Commentaar deskundigen: deskundigen zijn niet op de hoogte gebracht van dit element en de onderhandelingen hieromtrent. Bovendien menen deskundigen dat een dergelijke uitruil geen waarde invloed zal hebben op de aandelen SNSR.

10.5 Mr. Soerjatin namens FNV

- De Stichting FNV-lening 1997-2014:
  Vordering Stichting tot beheer van FNV-aandelen Reaal Groep N.V.: NLG 400 mio in 2003 overgegaan op FNV. Onteigening heeft plaats gevonden t.n.v. Stichting AOS.
  Nog openstaan twee termijnen van elk € 11.344.505,40 (NLG 25 mio), derhalve in totaal € 22.689.010,-. Het betreft een vordering op SNSR. Deskundigen spreken over een nominale waarde van slechts € 20,8 mio.
  Commentaar deskundigen: bij nader onderzoek is deskundigen gebleken dat op de peildatum inderdaad nog twee termijnen openstonden. De nominale vordering bedraagt mitsdien € 22.689.010,- i.p.v. € 20,8 mio en is als zodanig aangepast.

- Deskundigen concluderen ten onrechte dat waarde nihil is "*aangezien de claim van de concurrente schuldeisers nog maar voor 14% is voldaan".* Echter de rentevorderingen zijn noch in het faillissement van SNS Bank noch in het faillissement van SNSR voor verificatie vatbaar. Aldus is het volledige boedelactief van € 1,4 mrd van SNSR beschikbaar voor concurrente en achtergestelde schuldeisers waarbij de 403 renteclaim ad € 8,996 mrd buiten beschouwing dient te blijven. Na aftrek van de betalingen aan de concurrente schuldeisers ad € 620 mio, resteert voor de AGL's € 780 mio.
  Commentaar deskundigen: zie commentaar deskundigen in Hoofdstuk 10.4.

10.6 Mr. Schonewille namens Aviva c.a.

- Deskundigen hebben ten onrechte geen keuze gemaakt en twee werkelijke waarden beredeneerd. Het CVC-scenario is geen werkelijk scenario. Deskundigen moeten aangeven waarom de beschikking van de OK van 26 februari 2016 het CVC-scenario niet uitsluit.
  Deskundigen hebben de waarde van de achtergestelde schulden op het niveau van SNS Bank in het CVC-scenario naar het oordeel van Aviva c.a. dan ook onderschat.
  Commentaar deskundigen: zie eerdere antwoorden in Hoofdstuk 10.1.

- In het faillissementsscenario is geen rekening gehouden met de OHRA-overeenkomst. Het recht op de boete van 5% dient in het faillissementsscenario naast de hoofdsom betrokken te worden:
  Commentaar deskundigen: controversieel is of boetes verifieerbaar zijn. Boetes strekkende tot schadevergoeding zijn wel voor verificatie vatbaar (HR 13 mei 2005 NJ 2005,406). Dit geldt niet voor "aansporingsboetes" als prikkel tot nakoming.
  Boeteclausule in Ohra contract:
  5.1 Indien de Geldneemster het aan rente en/of aflossing verschuldigde niet op tijd en overeenkomstig het bepaalde in artikel 4 heeft voldaan, zal zij aan de Geldgeefster een boete betalen.
  5.2 Deze boete is verschuldigd over het achterstallige bedrag gedurende de periode van verzuim ***en treedt in de plaats van de overeengekomen rente.***

Artikel 7.1 (i): Het onafgeloste deel van de geldlening…..is onmiddellijk opeisbaar (d.) ingeval van faillissement
Artikel 7.1(i) sub m: Bij opeising op grond van dit artikel zal geldneemster, onverminderd…. een boete, groot 5% van het opgeëiste bedrag verschuldigd zijn.

Als gevolg van het vetgedrukte gedeelte van de clausule, is verdedigbaar dat het hier gaat om een boete, strekkende tot schadevergoeding. De boete bedraagt 5% van het opgeëiste bedrag. Dit bedrag is voor toewijzing vatbaar.

10.7 Mr. G. te Winkel namens Brigade c.s.

- Brigade c.s. waren houders van de door SNSR uitgegeven 8,45% Fixed Rate Subordinated Notes, op 17 december 2012 aangeschaft voor USD 72,5 mio (72,5% van de nominale waarde).
  Deskundigen zijn terecht tot de conclusie gekomen dat het CVC-scenario haalbaar zou zijn geweest.
  OK heeft bepaald dat deskundigen bij het vaststellen van het daadwerkelijk toekomstperspectief dienen te abstraheren "*van het concrete voornemen tot en de voorbereidingen voor de onteigening alsmede van de omstandigheid dat de Minister als gegadigde tot op zekere hoogte in een dwangpositie verkeerde, omdat SNS Bank als systeemrelevante instelling moet worden beschouwd".*
  Het NCWO-principe is gestoeld op het evenredigheidsbeginsel op grond waarvan het CVC-scenario als een benchmark dient om de werkelijke waarde te bepalen. De omvang van de schadeloosstelling kan ook aan het tweede realistisch toekomstperspectief getoetst worden. Het ligt dan voor de hand de schadeloosstelling overeenkomstig het meest voordelige scenario te bepalen.
  Uitgangspunten van deskundigen:
  Boedelactief SNSR: € 1,52 mrd
  Concurrente schulden: € 9,616 mrd (waarvan € 8,996 mrd zgn. 403 rente). Excl. 403 rente € 620 mio.
  AGL's: € 1,362 mrd. (€ 375 mio plus € 987 mio Core Tier 1 Securities)
  Beheerskosten: € 138 mio.
  De 403 rente ad € 8,996 mrd is in faillissement van SNSR niet voor verificatie vatbaar.
  Commentaar deskundigen: zie commentaar deskundigen in Hoofdstuk 10.4. Verwezen wordt voorts naar de toelichting in Hoofdstuk 7.12 en 7.13.

- Waar het gepresenteerde run-off scenario een aanzienlijk voordeel zou opleveren voor de schuldeisers van SNS Bank, zouden de kosten daarvan volledig ten laste van de schuldeisers van SNS Reaal komen. De rekening komt als gevolg hiervan volledig bij de schuldeisers van SNSR te liggen.
  Commentaar deskundigen: deze conclusie is onjuist. Verwezen wordt naar hoofdstuk 7.12 en 7.13.

- Strijd met artikel 128 FW:
  Rente is niet verifieerbaar, ook niet in het faillissement van SNSR. Zo wordt in de literatuur aangenomen dat contractuele bepalingen op grond waarvan rente alsnog ter verificatie ingediend zou kunnen worden, strijdig zijn met art. 128 FW en de openbare orde.
  Faillissementsrente is rente en kan ook niet via 403 geverifieerd worden. Verificatie zou in strijd zijn met het fixatiebeginsel, dat ten grondslag ligt aan art. 128 FW.
  Commentaar deskundigen: zie de elders in dit rapport op dit punt reeds verstrekte toelichtingen.

- Strijd met artikel 136 FW. De 403-verklaring als grond voor hoofdelijkheid 403 resulteert in een hoofdelijke aansprakelijkheid van een moedermaatschappij voor schulden van haar

dochtermaatschappijen. De schuld van SNSR onder de 403 verklaring heeft hetzelfde karakter als deze schuld voor SNS Bank heeft.
Commentaar deskundigen: zie de elders in dit rapport op dit punt reeds verstrekte toelichtingen.

- In een tweetal uitspraken is beslist, dat de schuld onder de 403 schuld van kleur en karakter kan veranderen. Achtergesteld bij de dochter kan concurrent bij de moeder worden (beschikking Ondernemingskamer d.d. 26 februari 2016 ECLI:NL:GHAMS:2016:594) en preferent bij de dochter kan concurrent bij de moeder worden (arrest HR d.d. 11 april 2014 (ECLI:NL: HR:2014:904).
  Zie ook art. 136 FW: Indien beide hoofdelijk schuldenaren tegelijkertijd failliet gaan, kan de schuldeiser in beide faillissementen opkomen voor het volledige ten tijde van de faillietverklaring uitstaande bedrag, met dien verstande dat hij nooit meer kan ontvangen dan zijn vordering op dat moment.
  Commentaar deskundigen: dit heeft ook voor deskundigen als uitgangspunt gediend.

- Aanvullende argumenten inzake wettelijke rente.
  SNSR zou vanaf faillissementsdatum dubbele wettelijke rente verschuldigd worden, n.l. de wettelijke rente van SNS Bank via de 403 verklaring en de wettelijke rente op basis van de hoofdelijkheid. Daarom kan de schuldeiser van SNS Bank de wettelijke rente niet ook nog eens op SNSR-verhalen.
  Commentaar deskundigen: een schuldeiser kan iedere hoofdelijk schuldenaar aanspreken voor nakoming voor de gehele vordering incl. de post faillissementsdatum rente. De wettelijke rente kan uiteraard niet twee keer geïncasseerd worden. De schuldeiser kan nooit meer dan 100% van de vordering ontvangen.

- Nog een reden dat wettelijke rente niet voor verificatie in aanmerking komt: de reikwijdte van de 403-verklaring is beperkt tot aansprakelijkheid voor de uit rechtshandelingen van SNS Bank voortvloeiende schulden. De verplichting tot betaling van de wettelijke rente vloeit echter voort uit de wet (art. 6:119BW).
  *Commentaar deskundigen: het argument dat 403 niet geldt voor wettelijke rente gaat naar het oordeel van deskundigen niet op. De 403 verklaring is weliswaar beperkt tot aansprakelijkheid voor de uit rechtshandelingen van SNS Bank voortvloeiende schulden, terwijl de verplichting tot betaling van de wettelijke rente voortvloeit uit de wet (art.6:119 BW). Dit impliceert naar het oordeel van deskundigen echter niet dat 403 niet van toepassing is op wettelijk rente. Immers de wettelijke rente vloeit op haar beurt van rechtswege voort uit de rechtshandelingen, zulks vanwege het niet nakomen van de als gevolg van de rechtshandeling ontstane verplichting. De wettelijke rente treedt in de plaats van de contractuele rente. Zie ook het advies van prof. Haentjens (**Bijlage 10**).*

- Het depositogarantiestelsel:
  DNB subrogeert alleen in de rechten uit hoofde van een vordering op een “betalingsonmachtige bank”, in casu SNS Bank, derhalve niet in rechten jegens derden. Ook om deze reden kan DNB de rente niet op SNSR verhalen.
  Commentaar deskundigen: deskundigen zijn, zoals gezegd, uitgegaan van de navolgende aanname: Subrogatie is een bijzondere vorm van regres. Bij subrogatie mag de schadeveroorzaker of aansprakelijke persoon niet beter of slechter worden van de overgang van de vordering. Waar de spaarder onder de 403 verklaring viel, valt ook de DNB krachtens subrogatie onder de 403 verklaring en is DNB in de 403 rechten getreden van de spaarders/klanten. DNB treedt op grond van artikel 3:261 lid 4 van de Wft - voorzover zij een vergoeding aan een depositohouder heeft betaald – in de rechten die de depositohouders terzake van de vordering op de betalingsonmachtige bank hebben, ook voor wat betreft de rente (6:142 BW). Hierbij geldt dat dit afhankelijk van de situatie wettelijke

rente, maar ook contractuele rente (of een combinatie daarvan) kan betreffen (6:119 BW).

- Intrekking van 403-verklaring:
  Deskundigen hebben ten onrechte niet meegewogen de mogelijkheid dat curatoren van SNSR de 403 verklaring zouden hebben ingetrokken, zo al juist mocht zijn dat de rente in het faillissement van SNSR verifieerbaar zou zijn. NL Staat heeft ná de onteigening de verklaring ook ingetrokken op 31 december 2013. Curatoren zouden daartoe de aandelen van SNS Bank in een stichting hebben kunnen onderbrengen.
  Commentaar deskundigen: een intrekkingsverklaring heeft niet als effect dat ook een einde komt aan de aansprakelijkheid die al op de moeder rustte voor schulden die na het geven van de 403-verklaring maar voor het intrekken daarvan zijn ontstaan. De verplichting tot betaling van de verzuimrente was in casu al ontstaan. De intrekking kan uitsluitend betrekking hebben op verplichtingen die worden aangegaan nadat de intrekking heeft plaatsgevonden; de intrekking heeft géén terugwerkende kracht, immers dat zou de rechtszekerheid van crediteuren van bestaande verplichtingen ondermijnen. Schuldeisers kunnen tegen de gevraagde intrekking verzet aantekenen.
  Deskundigen verwijzen naar de beschikking van de H.R d.d. 31 maart 2017 (ECLI:NL: HR:2017:546) inzake SNSR en SNS Bank contra curatoren 2SQR Holding B.V: Rov. 5.1.5
  Door een 403-verklaring stelt een rechtspersoon die financiële gegevens heeft geconsolideerd op de voet van art. 2:403 lid 1, aanhef en onder c, BW (hierna: moedermaatschappij), zich hoofdelijk aansprakelijk voor de uit rechtshandelingen van de tot een groep behorende rechtspersoon waarvan zij die financiële gegevens heeft geconsolideerd (hierna: groepsmaatschappij). Een derde die een overeenkomst sluit met een groepsmaatschappij als zojuist bedoeld, doet dit in de regel mede in vertrouwen op deze hoofdelijke aansprakelijkheid van de moedermaatschappij en het voortduren daarvan. Uit de regeling van art. 2:404 BW en de hiervoor in 5.1.4 aangehaalde toelichtingen volgt dat dit vertrouwen ook bescherming verdient bij beëindiging van de (mogelijk) overblijvende aansprakelijkheid. Een moedermaatschappij die deze aansprakelijkheid wil beëindigen, behoort dat niet te kunnen doen ten koste van de zekerheid van de schuldeiser voor de voldoening van een vordering waarvoor nog (mogelijke) aansprakelijkheid loopt.

- Toekomstig karakter van faillissementsrente:
  De faillissementsrente kwalificeert als een toekomstige vordering. Deze is in principe verifieerbaar ingevolge arrest Koot Beheer/Tideman q.q. doch de Rechtbank Amsterdam heeft in een lopende zaak een prejudiciële vraag voorgelegd aan de HR. De Rb. vraagt o.a. of vorderingen die ontstaan op of na de dag waarop het faillissement wordt geopend, maar voortvloeien uit een reeds bestaande rechtsverhouding, wel kunnen worden erkend in het faillissement.
  Commentaar deskundigen: in de voorliggende casus ging het niet om rente doch om advocaatkosten door de schuldeiser gemaakt tijdens faillissement. Deskundigen achten het niet opportuun nader op deze stellingname in te gaan nu zij in de definitieve versie van hun rapport niet uitgaan van de mogelijkheid van verificatie van de faillissementsrente in het eerste faillissement van SNS Bank en SNSR.

- Berekening van de rente:
  Indien de rente in het faillissement van SNSR al verifieerbaar mocht zijn, quod non, moet deze contant gemaakt worden naar het tijdstip van faillietverklaring. Dit vloeit voort uit art. 131 FW. De bedongen rente zou daarbij moeten fungeren als verdisconteringsvoet.
  Commentaar deskundigen: aangenomen is dat de rente in het tweede faillissement van SNS Bank wordt geverifieerd voor haar waarde op de dag van (tweede) faillietverklaring. Dit is het totaal van de per tweede faillissementsdatum vervallen rente. Contant making is niet aan de orde.

- Pag. 223 rapport: deskundigen hebben rente berekend over lopende rente over de spaargelden en overige schulden. Dit is strijdig met geldend recht.
  Commentaar deskundigen: de wettelijke rente is gebaseerd op samengestelde interest, hetgeen inhoudt dat over de rente die over een lening of spaartegoed verschuldigd is, in geval van niet betaling ook weer rente verschuldigd is.

- Het CVC-scenario: meer specifiek de waardering van de Tier-2 achtergestelde schuld SNSR en bijbehorende onderliggende methodiek:
  Commentaar deskundigen: ondanks het feit dat deze Tier-2 schulden geen onderdeel uitmaakten van de CVC-Aanbieding, is het volgens deskundigen niet terecht om te stellen dat deze instrumenten vervolgens goed vergelijkbaar zouden zijn qua risicoprofiel met soortgelijke titels van andere financiële instellingen, 'goed gekapitaliseerde bank-verzekeraars in going concern'. Immers, een reddingsactie door CVC zou SNS Reaal meer lucht hebben gegeven, doch niet direct een vergelijkbaar gekapitaliseerde onderneming hebben gemaakt. Om die reden zijn deskundigen meer comfortabel met een vergelijking, gebaseerd op betrouwbare pricing gegevens van vergelijkbare titels binnen SNSR als geheel in de periode kort voorafgaand aan de peildatum. Dit resulteert ineen premie van ongeveer 40% in vergelijking met de waarde van Tier-1 schulden van SNSR.

10.8 Mr. Evers en Marres namens Italiaanse obligatiehouders

- Waarom maken deskundigen geen keuze tussen faillissementsscenario en CVC-scenario en welke afwegingen zou OK moeten betrekken in een eventuele keuze?
  Commentaar deskundigen: dit is hierboven beantwoord. Het is niet aan deskundigen om een concrete keuze te maken.

- Gelet op de juridische discussie die mogelijk is over de vraag of de rentevorderingen op het niveau van SNSR voor verificatie vatbaar zijn, zouden deskundigen bij de berekening van de schadeloosstelling een uitsplitsing moeten maken tussen een scenario waarin bovenstaande positief en een scenario waarin bovenstaande vraag negatief mocht worden beantwoord.
  Commentaar deskundigen: deskundigen zijn nader van oordeel dat verificatie van de 403 rentevorderingen in het faillissement van SNSR strijdig zou kunnen worden geacht met art. 128 FW en met artikel 136 FW alsmede met het beginsel van paritas creditorum. Deskundigen achten met het oog hierop het opstellen van verschillende berekeningen niet opportuun.

10.9 Mr. Bosma en Mr. Wiegerink namens Intégrale Gemeenschappelijke Verzekeringskas

- Houder van € 2,5 mio achtergestelde 6,25% obligaties SNS Bank en € 5 mio 6,625% achtergestelde obligaties SNS Bank. Peildatum OK: 1 februari 2013 om 8.30 uur. Deskundigen hebben als peildatum aangenomen 1 februari 2013 voor opening van de beurs dan wel 31 januari 2013 na sluiting van de beurs (zie par.1.8 voetnoot 1). Dit is juist. Deskundigen zijn bij de vervulling van hun taak gebleven binnen de door de HR en de OK gegeven kaders. Ze hebben terecht faillissementsscenario en CVC-scenario uitgewerkt en de wijze waarop zij die beide scenario's concreet hebben ingevuld, komt Intégrale juist voor.

Van de 403 (rente-) claims ad in totaal € 8,996 mrd zou € 295 mio betrekking hebben gehad op de AGL's in het faillissement van SNS Bank. Deze rente is terecht door deskundigen als concurrent in het faillissement van SNSR beschouwd.
Commentaar deskundigen: voor wat betreft de verifieerbaarheid van de 403 renteclaims verwijzen deskundigen naar hetgeen zij elders in dit rapport hieromtrent hebben aangevoerd.

10.10 Mr. M. Wolters namens Turfmij en Castrifon

Heeft geen commentaar op het "grondig en gedegen rapport".

10.11 Mr. Zijderveld namens Andalusian Global

- CVC-scenario dient het te prevaleren scenario te zijn.
- Rentevorderingen kunnen in faillissement SNSR niet geverifieerd worden.
- Wettelijke handelsrente niet van toepassing. Art. 6: 119a BW is een implementatie van Richtlijn 2011/7/EU.

Considerans 8 van deze richtlijn luidt:"(..) *Bovendien moet het de lidstaten vrij staan schulden die het onderwerp zijn van een insolventieprocedure, met inbegrip van schuldsaneringsprocedures, van de toepassing van de richtlijn uit te sluiten.*

Deze schulden zijn derhalve uitgesloten van het toepassingsgebied van art. 6:119a BW.

Nederland heeft onder de huidige richtlijn gebruik gemaakt van de uitzondering voor schulden die het voorwerp zijn van een insolventieprocedure tegen de schuldenaar. Besloten is om deze uitzondering in stand te laten in het belang van de schuldenaren (..)^:
Commentaar deskundigen: zoals elders in dit rapport blijkt, zijn deskundigen nader van oordeel dat verificatie van de rentevorderingen in het (eerste) faillissement van SNSR strijdig zou kunnen worden geacht met artikel 128 FW en met artikel 136 FW alsmede met het principe van paritas creditorum. Niettegenstaande de Europese richtlijn is artikel 128 FW ook voor de wettelijke handelsrente van toepassing gebleven. Onjuist is dat de wettelijke handelsrente in faillissement niet van toepassing zou zijn. Zie elders in dit rapport.

10.12 Mr. R. Slotboom namens 't Stockpaert

- Deskundigen hebben onvoldoende tot uitdrukking laten komen dat de wijze van waarderen door C&W niet in overeenstemming is met de EC-berichtgeving. Uit die berichtgeving volgt duidelijk dat alleen impaired assets onder eventuele relief maatregelen mogen vallen. Een aanzienlijk deel van de portefeuille viel echter onder de categorie performing loans zodat deze groep ten onrechte door C&W bij de haars inziens benodigde extra impairment is meegenomen.
  Bovendien gaat C&W uit van de onjuiste aanname dat eerst na vijf jaar de prijzen een bodem hebben bereikt en dat de activa eerst na ommekomst van die periode zouden zijn verkocht. De door C&W gehanteerde discontorente was veel tè hoog.
  Uit de communicatie van EC volgt dat de waardering op basis van REV dient te geschieden.

Staatssteun is denkbaar in de vorm van opkopen van activa, of te wel asset relief (in welk geval de activa zo hoog mogelijk gewaardeerd moeten worden zodat de staatsteun zo hoog mogelijk kan zijn) alsmede in de vorm van participatie in het vermogen (in welk geval de impaired assets zo laag mogelijk gewaardeerd moeten worden). Uit het rapport blijkt niet duidelijk, welk uitgangspunt C&W heeft gebruikt en van welke marktwaarde C&W is uitgegaan. Het feit dat de marktwaarde hoger was dan REV had tot de conclusie moeten leiden dat de CVC-optie de voorkeur genoot.
In tegenstelling tot deskundigen is 't Stockpaert van mening dat het rapport van C&W niet relevant is in het kader van de waardebepaling. Een schadeloosstelling die gebaseerd is op waardering tegen REV is niet in overeenstemming met het recht op bescherming van eigendom.
Commentaar deskundigen: deskundigen zijn van mening, gelet op de onderhavige situatie, dat de REV een goede benadering is van de marktwaarde, waarbij zelfs wordt afgezien van enige korte termijn issues, uit hoofde van mogelijke zogenaamde disstressed perikelen. Hierbij sluiten deskundigen aan bij de mening van de EC in deze. Vervolgens komen deskundigen inderdaad tot de conclusie dat de Base Case van C&W een prudent uitgangspunt is, doch niet te prudent.

- Beoogde vorm CVC-transactie: wie brengt het bod uit volgens de beoogde Liability Management exercitie?
  Commentaar deskundigen: dit bod zou inderdaad worden uitgebracht door SNSR en / of SNS Bank; het was nog niet bekend of dit een bod in cash zou worden dan wel dat het bod zou worden gerealiseerd middels de uitgifte van nieuwe schuldtitels.

- Rente: deskundigen gaan uit van de nominale waarde van de vorderingen per faillissementsdatum, zonder rekening te houden met per faillissementsdatum reeds vervallen rente.
  Commentaar deskundigen: deskundigen houden rekening met de openstaande rente tot aan de datum van het faillissement.

- Rente ná faillissementsdatum kan niet geverifieerd worden, ook niet in het faillissement van SNSR. Art. 128FW geldt ook voor de 403 rentevorderingen.
  Commentaar deskundigen: verwezen wordt naar hetgeen elders in dit rapport op dit punt door deskundigen wordt aangevoerd.

- Keuze voor scenario: deskundigen hebben geen keuze gemaakt:
  Commentaar deskundigen: deskundigen zijn van mening dat het niet aan hen is een keuze tussen beide scenario's te maken, en wensen te volstaan met de conclusie dat beide beschreven scenario's levensvatbare te verwachten toekomstperspectieven zijn, volgens de beschrijving in WFT artikel 6:9.

- Nul-waarde: beursgenoteerde effecten kunnen geen waarde van nul hebben. Een waarde van nihil op het peilmoment betekent dat de vennootschap op dat moment gratis van de desbetreffende schulden af zou kunnen komen.
  Commentaar deskundigen: deskundigen persisteren bij hun standpunt dat sommige onteigende effecten en vermogensbestanddelen in een bepaald scenario geen waarde (meer) vertegenwoordigen. Het feit dat prijzen doorgaans niet 0 zijn – in elk geval in een situatie van een daadwerkelijke transactie in een vermogenstitel, doet aan dit standpunt niet af.

10.13 [TT] namens zichzelf

- De overheid heeft in haar handelen rondom de onteigening van SNS veel kapitaal vernietigd, zowel voor de belastingbetaler maar ook voor de getroffen beleggers (ook belastingbetalers!). De keuze

die MinFin heeft gemaakt door SNS te onteigenen is volgens het rapport niet de beste, naar mijn smaak de slechtste. Zoals eerder door mij betoogd lijkt het erop dat voormalig minister Dijsselbloem zijn bail-in doctrine, welke hij in Europa predikte, persé bij SNS wilde uitvoeren. Hetgeen tot de keuze tot onteigening heeft geleid. Deze keuze mag niet tot gevolg hebben dat diegenen die hun vermogensbestanddeel voorgoed is ontnomen, en die nooit meer kunnen meedelen in een eventuele waardestijging, aan het kortste eind trekken en zwaar gedupeerd raken. De Nederlandse overheid heeft, zoals eerder is aangetoond, aan de ondersteuning van de banken ruim verdiend. Meerdere scenario's en waarderingsmethoden zijn denkbaar bij de waardering van de onteigende SNS-effecten, meer dan de twee uit het conceptrapport. Gezien het voorafgaande dient het onteigende vergoed te worden op ruimhartige basis, en daar de achtergestelde obligaties ooit voor nominaal zijn uitgegeven past het ze te vergoeden alsof deze a pari aflosbaar worden:
Commentaar deskundigen: deskundigen hebben akte genomen van deze stellingname en verwijzen naar hun opdracht en de uitkomsten van hun waarde inschattingen.

10.14 [UU] namens zichzelf

- Deskundigen hebben onvoldoende gekeken naar alternatieve going concern toekomstperspectieven.
  In zijn commentaar werkt [UU] acht mogelijke alternatieve oplossingen uit.
  Deskundigen hebben niet geanalyseerd de wijze waarop toepassing van het Europees mededingingsrechtelijk sanctieregiem m.b.t. de regels omtrent staatssteun eenvoudig had kunnen worden voorkomen.
  Inzet van staatsgaranties op vreemd vermogen financiering valt niet onder het Europees mededingingsrechtelijk sanctieregiem.
  MinFin had de oplossing moeten zoeken in alternatieve going concern toekomstperspectieven waarop het sanctieregiem niet dwingend van toepassing zou zijn geweest. Mogelijk was geweest een oplossing via de oprichting van een Good Bank.
  Deskundigen hebben niet onderzocht of er in 2011, 2012 en begin 2013 een going concern toekomstperspectief denkbaar was geweest. Het CVC-toekomstperspectief stelt als voorwaarde het oprichten van een Bad Bank en lokt het sanctieregiem juist wel uit.
  Good Bank vergt minder kapitaal dan Bad Bank en vergt geen bankvergunning. Deskundigen hebben niet uitputtend onderzocht of een going concern toekomstperspectief in combinatie met vermijding gevolgen sanctieregiem mogelijk was geweest. In de visie van [UU] zouden de aandelen van Reaal en SNS Bank in een Good Bank zijn ondergebracht.
  In het rapport ontbreekt vergelijking NPL's SNS Bank met de NPL's van Banco Popular en Monte dei Paschi di Siena.

  Ná de oprichting van de Good Bank had SNSR als beursgenoteerde onderneming via uitgifte aandelen nieuw kapitaal kunnen aantrekken en als zekerheid pandrecht op de aandelen kunnen geven. De Good Bank zou waarschijnlijk geen staatsgaranties nodig hebben gehad.
  De Good Bank had aan leninggevers pandrecht op nieuw uit te geven en niet beursgenoteerde aandelen SNS Bank en Reaal.
  NLFI, ASR, Rabo en/of stichting beheer hadden bij going concern constructie kunnen worden betrokken. ASR had bij wege van dividend € 600 mio aan NLFI kunnen uitkeren.
  De vastgoedportefeuilles van SNS Bank en PF hadden in de loop der jaren kunnen worden afgebouwd op een economisch verantwoorde wijze.
  De resolutieheffing van € 1 mrd had onder meer aangewend kunnen worden voor aflossing van de Core Tier 1 Securities (€ 848 mio incl. boetes).
  Rentecoupons hadden kunnen worden stilgelegd met behoud van beursnotering.
  [UU] somt 8 alternatieve going concern toekomstperspectieven op.

In de hierboven geschetste alternatieve '*going concern'* toekomstperspectief(-ven) komt de waarde van de beursgenoteerde concurrente, *'senior'* SNSB-obligaties (terstond) uit op 118% nominale waarde, mede vanwege de extreem lage rentestand. Ook de beursgenoteerde SNSR-obligaties komen boven pari (nominale waarde) uit, tussen 103% en 105%, nu het solvabiliteitstekort binnen SNSB en SNSR voldoende is geadresseerd en de beursnotering van het aandeel SNSR niet wordt beëindigd.
Pas op pag. 42 geeft [UU] commentaar op de door deskundigen wel onderzochte toekomstperspectieven.
Commentaar deskundigen: deskundigen hebben als opdracht te kijken naar realistische toekomstscenario's. De door [UU] aangedragen perspectieven bestonden vlak vóór de peildatum niet. Zoals in het rapport is beschreven, o.a. in H3 en H5 is door MinFin en DNB samen met vele partijen een aantal alternatieve oplossingen voor het probleem van SNSR onderzocht, dat voornamelijk veroorzaakt werd door de grote problemen bij PF. Een aantal commerciële partijen en investment banks heeft zich destijds gebogen over mogelijke oplossingen. Geen van deze partijen is met oplossingen gekomen die lijken op de achteraf voorstellen van [UU]. Het is dan ook niet aannemelijk dat deze alternatieven realistische toekomstscenario's waren rond peildatum. Ook voor een waardebepaling nemen deskundigen deze niet mee, omdat niet aannemelijk is dat er (markt)partijen waren die hier waarde aan zouden hebben toegekend.

- Waardering effecten en vorderingen van SNS Bank crediteuren in CVC-scenario (p. 45).
  Commentaar deskundigen: *deskundigen hebben uitgebreid stilgestaan bij hun wijze van waarderen van de relevante schuldtitels in beide scenario's. Hiertoe verwijzen zij*, *onder andere, naar Hoofdstuk 8 en 9.*

- Faillissementsscenario: curatoren hadden het SREP besluit alsmede de aanvraag van de noodregeling aan de maatschappelijke zorgvuldigheidsnorm (art. 6:162 BW) moeten laten toetsen. Faillissement had eenvoudig voorkomen kunnen worden. Een dergelijke OD-claim vertegenwoordigt een niet te verwaarlozen economische waarde, uit te keren aan het adres van de boedels van SNS Bank en SNSR.
  Andere claims curatoren: 1) onrechtmatige daad jegens schuldeisers uit hoofde van het niet deugdelijk onderzoeken van de going concern alternatieven.
  2) Inroeping nietigheid (Pauliana) aflossingen certificaten serie 1 en 2 (€ 125 mio plus € 116 mio) in strijd met art. 43 FW.
  Commentaar deskundigen: deskundigen achten het in hoge mate speculatief in hun faillissementsscenario mede uit te gaan van eventuele haalbaarheid van door curatoren al of niet in te stellen claims tegen derden langs de lijnen, als hiervoor aangegeven. Ook zien deskundigen het niet als hun taak de eventuele aanvraag van de noodregeling door DNB te (laten) toetsen aan de maatschappelijke zorgvuldigheidsnorm.

- Deskundigen maken niet inzichtelijk dat de waarde van de modale woningen sinds begin 2013 met 30% zijn gestegen.
  Commentaar deskundigen: deskundigen kunnen alleen gebruik maken van informatie, zoals bekend tot aan de peildatum. Op dit punt hebben deskundigen een onafhankelijk bureau (OSIS) gespecialiseerd in het beoordelen en waarderen van o.a. woninghypotheek leningenportefeuilles ingeschakeld om hun expertise op dit gebied in te zetten, qua realistische verwachtingen op dit vlak. Hierbij heeft OSIS gebruik gemaakt van prudente aannames.

- De korting van 15% bij verkoop van de restant hypotheken in 2023 is met het oog hierop niet aanvaardbaar.

Commentaar deskundigen: deskundigen hebben naast de door hen toegepaste jaarlijkse afboekingen van 50 basispunten over een periode van tien jaar (in totaal belopend € 1,264 mrd), uit oogpunt van prudentie bij de verkoop van de aan het eind nog resterende hypotheekportefeuille nog een extra afboeking van 15% ingeschat. Dit percentage achten deskundigen opportuun teneinde daarmede zoveel mogelijk downside risico's te elimineren; bovendien moet in ogenschouw worden genomen dat de verkoop van een hypotheekportefeuille van maar liefst € 9 miljard niet zal kunnen rekenen op een liquide markt, gezien de uitzonderlijk grote omvang.

- Renteclaims van SNS Bank crediteuren kunnen in faillissement van SNSR niet geverifieerd worden. [UU] verwijst naar concept (?) openbaar verslag Van Andel in faillissement Stichting AOS d.d. 13 februari 2018 (!). Het niet kunnen verifiëren is niet erg want deze vorderingen hadden op termijn volledig uit de boedel van SNS Bank betaald kunnen worden.
  Commentaar deskundigen: zoals elders in dit rapport blijkt, zouden niet alle rentevorderingen in het faillissement van SNS Bank, ook niet op termijn, voldaan kunnen zijn.

- Gegeven de door deskundigen en door Morgan Stanley berekende positieve waarde van SNSR op het peiltijdstip van (minimaal) € 1.812 (volgens Morgan Stanley zelfs € 1.833, komt aan de hoger dan MinFin/Staat in de SNSR-balans gelegen crediteuren (Tier 1 alsmede Tier 2) op het peiltijdstip volledige nominale waarde (100% van de obligatie c.q. vordering) toe.
  Commentaar deskundigen: op grond van de inschattingen van deskundigen ontvangen de concurrente crediteuren en de achtergestelde crediteuren van SNSR, met uitzondering van de houders van de Core Tier 1 Securities (de Staat en de Stichting Beheer) hun volledige nominale vorderingen terug.

- [UU] acht gehanteerde disconteringsvoet overmatig.
  Commentaar deskundigen: deskundigen hanteren disconteringsvoeten, die, zoals te doen gebruikelijk, een reflectie zijn van zowel het risicoprofiel als ook van de looptijd van de relevante kasstroom. Van een overmatige disconteringsvoet is geen sprake.

- Op grond van de (positieve) waardeontwikkeling van de SNSB Nederlandse Woninghypotheken-portefeuille alsmede de in geval van faillissement aan SNSB Curatoren alsmede aan SNSB-crediteuren toekomende (rechts-)vorderingen, komt ook aan voormalige Tier-1 en Tier-2 SNSB-obligatiehouders in geval van faillissement volledige nominale waarde toe.
  Commentaar deskundigen: deze stelling is naar het oordeel van deskundigen correct, zij het dat deze nominale waarde pas na een significant aantal jaren tot stand zal komen.

- Tot slot wil [UU] een aantal toevoegingen in het chronologisch overzicht en signaleert hij enkele onjuiste stellingen van deskundigen.
  Commentaar deskundigen: waar naar het oordeel van deskundigen wenselijk, is het chronologisch overzicht aangepast.

10.15 Mr. Oosthout namens [VV]

De heer [VV] heeft vanaf 10 februari 2013 onder een notaris (Van Buttingha Wichers/de Jong De Neree notarissen te 's-Gravenhage) via 15 depotakten gedeponeerd een groot aantal documenten, waaronder brieven van [VV] aan Mark Rutte, Jan Kees de Jager, de Stichting Stedebouw & Stadsherstel, de Tweede

Kamer, persberichten, publicaties, eigen verklaringen, uittreksels KvK, pleitnotities, brieven Rijksvoorlichtingsdienst, vonnissen van rechtbanken, brieven van College van Beroep voor het Bedrijfsleven, brieven aan en van de OK, het concept plan van aanpak van deskundigen, beschikkingen OK, faillissementsverslagen van vennootschappen, behorend tot de TCN groep, etc.

De heer [VV] is via zijn vennootschap De Koningstoren B.V. althans via de door hem vertegenwoordigde Stichting Euro Management Consortium als eigenaresse van De Koningstoren B.V., oprichter van The Breeding Swan Europolis N.V.
Het door [VV] geïnitieerde TCS fund (The Children's Sustainability) zou met een fonds met een kernkapitaal van ca. € 300 miljard via het aan de Amsterdamse beurs te noteren The Breeding Swan- Europolis N.V. d.m.v. leverage /hefboomwerking via geld op te halen bij private investeerders een slagkracht hebben van € 3000 miljard, waarmee jaarlijks € 120 miljard privaat geld zou kunnen worden gegenereerd - onder auspiciën van de Europese Investerings Bank - voor investeringen op het gebied van sustainability. De 600 miljoen biljetten van 500 euro die in omloop zijn kunnen volgens de heer [VV] door een EU-besluit worden geconverteerd in participatiecertificaten van het TCS Fund, zodat een krachtig fonds ontstaat van 300 miljard euro met een slagkracht van 3000 miljard euro. ABN AMRO en ASR zouden 100% deelnemingen van The Breeding Swan-Europolis N.V. kunnen worden door aankoop voor een bedrag van € 30 mrd. De EIB zou de directie moeten gaan voeren.
De Minister van Financiën zou als voorzitter van de Eurogroep in de gelegenheid zijn geweest de aanzet tot de implementatie van het plan te geven. Spyker N.V. zou bij de implementatie en bij de uitrol van het project The Breeding Swan betrokken worden.

De heer [VV] is van mening dat zijn The Breeding Swan project een reëel toekomstperspectief voor SNS Bank c.a. en een goed alternatief voor de onteigening zou zijn geweest. Zijn project moet ook gezien worden in verband met hetgeen in het CVC-scenario aan de orde was. Hij heeft over zijn project naar eigen zeggen in 2010 reeds gecommuniceerd met de Minister-President, met de Minister van en later ook met DNB in 2012, voorafgaande aan de nationalisatie alsmede in de hectische periode tussen het DNB besluit van 27 januari 2013 en 1 februari 2013 met de RvB van SNSR.

Uit een gespreksverslag van 8 november 2016 blijkt dat de heer [VV] heeft verklaard dat hij als sponsor voor de Volvo Ocean Race wil gaan fungeren. Het ging daarbij om 45% van zijn opbrengst in De Koningstoren B.V. aan de Volksbank. Het The Breeding Swan project zou door [VV] zijn ingebracht in de Koningstoren N.V. [VV] wilde € 30 mio voor de aandelen ontvangen.
Hij wilde in Den Haag tevens een International University for Sustainability stichten via zijn stichting Urban Organism.
In een brief van 18 december 2017 aan deskundigen merkt Oosthout namens [VV] op, dat hij zich aansluit bij de conclusie van de commissie van deskundigen, dat de oplossing aangedragen door CVC niet had mogen worden afgewezen. Voorts merkt hij op dat zijn initiatie van The Breeding Swan project uitstekend past bij het CVC-scenario, *"want dat gaf SNS Reaal een indrukwekkend perspectief".*
"Voorts sluit de heer [VV], omdat hij lid is van de VEB zich aan bij wat de raadslieden van de VEB in deze kwestie nog zullen opmerken".
In zijn email aan deskundigen van 26 januari 2018 merkt mr. Oosthout namens [VV] op:
"Zoals eerder aangegeven in reactie op het conceptrapport is mijn cliënt [VV] het eens met de analyse dat het CVC-scenario ten onrechte werd afgewezen door de Minister van Financiën en dat er onvoldoende regie en onvoldoende aandacht was bij het vinden van de juiste oplossing voorafgaande aan de nationalisatie op 1 februari 2013".

Commentaar deskundigen: de plannen van de heer [VV] onder de naam The Breeding Swan project zijn in deze niet relevant en ontberen realiteitsgehalte. De plannen vormden eind januari 2013 op geen enkele

wijze een haalbaar toekomstperspectief voor SNS Bank. Mede gezien de mededeling van mr. Oosthout aan deskundigen d.d. 18 december 2017 en 26 januari 2018, dat hij zich namens [VV] aansluit bij de conclusie van de commissie van deskundigen, dat de oplossing aangedragen door CVC niet had mogen worden afgewezen, achten deskundigen een verdere bespreking van het project The Breeding Swan niet opportuun.

10.16 Mr. P. Ploeger namens SRH en de Volksbank

SRH en de Volksbank stellen geen procespartij te zijn en het deswege niet aan hen is om commentaar te leveren. Beide partijen doen geen uitspraak over de inhoud van het concept-deskundigenbericht.

Bijlage 1 Plan van Aanpak

A. Inleiding

De Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam heeft bij beschikking d.d. 26 februari 2016 (zaaknummer: 200.122.906/01 OK; hierna “de Beschikking”) inzake De Minister van Financiën als verzoeker en een groot aantal in de Beschikking nader genoemde Belanghebbenden met het oog op de vaststelling van de hoogte van de schadeloosstelling voor onteigende effecten en vermogensbestanddelen SNS REAAL N.V. en SNS Bank N.V. een onderzoek gelast.

De Ondernemingskamer heeft benoemd tot deskundigen om dit onderzoek te verrichten:

- Mr. A.A.M. Deterink, te Schijndel
- Dr. H. Oosterhout, te Amsterdam
- Mr. E.M. Jansen Schoonhoven MBA, te Den Haag

De Ondernemingskamer heeft voor de deskundigen de navolgende maatstaf en uitgangspunten geformuleerd:

Schadeloosstelling; maatstaf en uitgangspunten

De schadeloosstelling dient te worden begroot op de werkelijke waarde die het onteigende vermogensbestanddeel of effect heeft, waarbij dient te worden uitgegaan van het te verwachten toekomstperspectief van de betrokken financiële onderneming in de situatie dat geen onteigening zou hebben plaatsgevonden en de prijs die, gegeven dat toekomstperspectief, op het tijdstip van onteigening zou zijn tot stand gekomen bij een veronderstelde vrije verkoop in het economisch verkeer tussen de onteigende als redelijk handelend verkoper en de onteigenaar als redelijk handelende koper.

De Ondernemingskamer geeft in de Beschikking aan de deskundigen de volgende uitgangspunten voor de waardering.

<u>Het peilmoment</u>

Het peilmoment is het tijdstip onmiddellijk voorafgaande aan de onteigening, zijnde 1 februari 2013, om 8.30 uur.

<u>Het toekomstperspectief (inclusief overige feiten en omstandigheden op het peilmoment)</u>

De deskundigen dienen uit te gaan:

- van het te verwachten toekomstperspectief van SNSR respectievelijk SNS Bank op 1 februari 2013, onmiddellijk voorafgaande aan de onteigening, in de situatie dat geen onteigening zou hebben plaatsgevonden, in welk perspectief verdisconteerd zijn de ernst van de problemen waarin SNSR en SNS Bank op het peilmoment verkeerden en voorts alle verdere feiten en omstandigheden die zich op dat tijdstip voordeden en die voor de veronderstelde koop van belang waren of konden zijn,
- en van de prijs die, gegeven dat toekomstperspectief, tussen redelijk handelende personen op het tijdstip van onteigening tot stand zou zijn gekomen bij een veronderstelde vrije verkoop van de onderscheiden effecten respectievelijk vermogensbestanddelen in het economische verkeer tussen redelijk handelende partijen.

Tot de feiten en omstandigheden die zich op het peilmoment voordeden behoren:

- de waarde van activa en passiva per dat tijdstip, zoals deze indien nodig door deskundigen nader wordt vastgesteld, alsmede
- het optreden van DNB in het kader van haar toezichthoudende taak, zoals zich dat heeft voorgedaan tot aan het peilmoment,
- maar niet gebeurtenissen en ontwikkelingen die zich nadien hebben voorgedaan.
-

Bij dit een en ander dient te worden geabstraheerd van het concrete voornemen tot en de voorbereidingen voor de onteigening alsmede van de omstandigheid dat de Minister als gegadigde tot op zekere hoogte in een dwangpositie verkeerde, omdat SNS Bank als systeemrelevante instelling moet worden beschouwd. Een gevonden waarde van het onteigende dient te worden gecorrigeerd, indien en voor zover deze waarde mede hierdoor wordt bepaald.

De Ondernemingskamer acht het voorshands aannemelijk dat DNB, in de situatie dat geen onteigening zou hebben plaatsgevonden, kort na 1 februari 2013 de rechtbank Amsterdam zou hebben verzocht om toepassing van de noodregeling als bedoeld in artikel 3:160 Wft en dat de rechtbank dit verzoek zou hebben toegewezen. Het staat de deskundigen evenwel vrij een ander toekomstperspectief (mede) in hun beoordeling te betrekken indien zij aanwijzingen hebben dat (er een aanzienlijke kans zou zijn geweest dat) DNB niettemin zou hebben afgezien van een verzoek om toepassing van de noodregeling en/of dat de rechtbank toepassing van de noodregeling zou hebben afgewezen.

Redelijk handelende partijen
Bij de veronderstelde vrije verkoop van de onderscheiden effecten respectievelijk vermogensbestanddelen gaat het niet om de prijs die de meest biedende gegadigde zou betalen, maar om de prijs die tussen redelijk handelende partijen zou zijn tot stand gekomen.

Tevens dient bij de bepaling van het toekomstperspectief buiten beschouwing te blijven dat SNS Bank een systeemrelevante instelling was, hoewel laatstgenoemde hoedanigheid als zodanig een objectief gegeven vormt dat in het kader van de waardebepaling mede in aanmerking kan worden genomen.

Betekenis beurskoers
De deskundigen kunnen, indien zij daartoe aanleiding zien, de beurskoers in hun beschouwingen betrekken, maar zij dienen de beurskoers niet tot uitgangspunt te nemen. Indien de deskundigen de beurskoers in hun beschouwingen betrekken, dienen zij onder ogen te zien of koersrelevante gegevens geacht kunnen worden indertijd al dan niet in de beurskoers te zijn verdisconteerd.

Verdisconteren staatssteun
De deskundigen dienen het voorts tot hun taak te rekenen om te onderzoeken of en in welke mate de door de Staat in 2008 in de vorm van Core Tier-1 capital securities verleende staatssteun (€ 750 miljoen waarvan nog € 565 miljoen resteert), gelet op de (resterende) terugbetalingsverplichting, de boeterente en verdere voorwaarden, per saldo – op het peilmoment – een kwantificeerbaar waardeverhogend effect had op de onteigende effecten en vermogensbestanddelen. Dit geldt op overeenkomstige wijze voor eventuele andere steun die zou zijn verleend, bijvoorbeeld in de vorm van door de Staat verstrekte garanties.

SNS Participatie Certificaten 3
De deskundigen dienen de SNS Participatie Certificaten 3 te waarderen zowel ervan uitgaande dat deze als achtergesteld moeten worden beschouwd, als ervan uitgaande dat deze niet als achtergesteld worden beschouwd.

Overige onteigende obligaties en achtergestelde vorderingen; 2:403 verklaring
Alle overige te waarderen obligaties en andere vorderingen moeten als achtergesteld worden aangemerkt zoals neergelegd in de desbetreffende overeenkomsten, ook de Stichting Beheer SNS Reaal Core Tier-1 securities en de FNV Stichting lening 1997-2014.

De crediteuren van de achtergestelde vorderingen op SNS Bank moeten – bij hun aanspraken uit artikel 2:403 BW op SNSR – worden aangemerkt als concurrente crediteuren van SNSR.

De Ondernemingskamer heeft in de Beschikking de deskundigen gevraagd om bij de aanvang van hun werkzaamheden een plan van aanpak en een begroting van de kosten van het onderzoek te maken.

B. Plan van Aanpak

1. Deskundigen zullen allereerst kennis nemen van alle gedingstukken, daaronder mede begrepen alle door partijen overgelegde producties, de beschikking van de Ondernemingskamer van 11 juli 2013,de beschikking van de Ondernemingskamer van 26 februari 2016,de beschikking van de Ondernemingskamer van 16 augustus 2016, de beschikking van de Hoge Raad van 20 maart 2015 (ECLI:NL:HR:2015:661) alsmede van het rapport van de evaluatiecommissie Nationalisatie SNSR.

   Tegelijkertijd zal via een externe dataroomprovider een digitale dataroom worden ingericht, waarin alle processtukken en alle overige beschikbare relevante schriftelijke en digitale informatie alsmede alle gespreksverslagen van gehouden interviews zullen worden ondergebracht. Ook de in de procedure verschenen partijen zullen toegang tot de dataroom verkrijgen, op een wijze waardoor verdere verspreiding van bepaalde stukken wordt bemoeilijkt. Maatregelen zullen worden genomen om de vertrouwelijkheid van de informatie in de digitale dataroom te waarborgen. Om toegang tot de dataroom te verkrijgen zullen de in de procedure verschenen partijen een Dataroom Protocol moeten ondertekenen, waarin ondermeer een geheimhoudingsplicht is opgenomen. Toegang tot de dataroom zal uitsluitend worden geboden onder de voorwaarden van het Protocol. De Data Room zal volledig op 'read only' ingesteld worden. Het opslaan en printen van documenten zal niet mogelijk zijn. Verspreiding van documenten zal worden bemoeilijkt door het aanbrengen van een uniek watermerk per in de dataroom verschenen partij.

2. Tevens zal een Onderzoeksprotocol worden opgesteld, waarin de werkwijze van deskundigen vooraf nader zal worden geschetst.

3. Een overzicht zal worden opgesteld van bij derden, waaronder bij de Minister van Financiën, DNB en met medewerking van de Minister van Financiën bij SNSR, Reaal, SNS Asset Management, SNS Bank en Property Finance, op te vragen initieel relevant geachte informatie, in welk kader verzoeken om informatie zullen worden verzonden (zie Appendix voor eerste aanzet hiertoe). Voorzover op te vragen informatie concrete persoonsgegevens mocht bevatten en de Wet Bescherming Persoonsgegevens vrijgave hiervan niet toestaat, kunnen deze gegevens onleesbaar gemaakt worden, indien en voorzover de verstrekking van deze gegevens naar het oordeel van deskundigen niet noodzakelijk is voor de uitkomst van het onderzoek. In geval naar het oordeel van deskundigen een niet gerechtvaardigd beroep op de Wet Bescherming Persoonsgegevens wordt gedaan, zal de tussenkomst van de raadsheer commissaris worden ingeroepen. Hetzelfde geldt indien een niet gerechtvaardigd beroep mocht worden gedaan op contractuele (geheimhoudings-) verklaringen.

   Tevens zullen ter verkrijging van nadere informatie, ook welke wellicht niet algemeen bekend was, interviews worden gehouden met daarvoor in aanmerking komende instanties en/of personen, waaronder naar de thans bestaande inzichten in ieder geval begrepen de Evaluatiecommissie Nationalisatie SNSR, (oud-)functionarissen van het Ministerie van Financiën, de Minister van Financiën daaronder mede begrepen, DNB, NLFI, de curator in het faillissement van de Stichting AOS,CVC Capital Partners, Rabobank, ABN Amro, ING, SNS Reaal Holding, Reaal (inclusief SRLEV), SNS Asset Management, SNS Bank, SNS Property Finance, Stichting Beheer SNS Reaal, KPMG, Cushman & Wakefield, EY (opstellers van rapport over Property Finance), adviseurs van o.a. SNS en het Ministerie van Financiën en ter zake deskundig geachte onafhankelijken, zoals bijvoorbeeld hoogleraren en professionele aandelen-analisten. Voor zover interviews staan gepland met functionarissen van niet proces partijen, zullen deskundigen afhankelijk zijn van de bereidheid tot medewerking.

4. Aan de hand van de aldus verkregen informatie zullen alle voor de waardering relevante feiten en factoren op het peilmoment, ook die welke niet algemeen bekend waren, op een objectieve wijze worden vastgesteld waarbij tevens de invloed van de aldus vastgestelde feiten en factoren op het risicoprofiel van SNSR en SNS Bank en op de uitkomst van de waardering zal worden geanalyseerd. In dit kader zal tevens worden geanalyseerd het optreden van de Minister van Financiën en van DNB in de periode voorafgaande aan het peilmoment. Deze relevante feiten en factoren, ook welke niet algemeen bekend waren, zullen deskundigen in kaart brengen, naast een analyse en overzicht van de feiten en factoren, als geschetst in alle gedingstukken.

5. Alle partijen zullen op de voet van artikel 198 van het Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering in de gelegenheid worden gesteld om opmerkingen te maken en verzoeken te doen. Deze gelegenheid zullen deskundigen alle partijen geven bij de aanvang van het onderzoek. Daar waar deskundigen dit noodzakelijk/opportuun achten zullen zij deze opmerkingen meenemen c.q. verzoeken honoreren. In het uit te brengen deskundigenbericht zal worden vermeld dat aan artikel 198 voornoemd is voldaan, onder vermelding van de inhoud van de opmerkingen en/of verzoeken.

6. Analyse zal plaatsvinden van alle relevante financiële cijfers tot aan het peilmoment, waaronder mede begrepen het jaarverslag 2012 van SNSR, gepubliceerd op 6 juni 2013 en het jaarverslag 2012 van SNS Bank, gepubliceerd op 2 juli 2013.

7. Tevens zal worden vastgesteld welk daadwerkelijke toekomstperspectief SNSR en SNS Bank op 1 februari 2013 zouden hebben gehad zonder onteigening, waarbij het niet gaat om destijds in de markt of bij andere betrokkenen aanwezige (beperkte) kennis of verwachtingen omtrent het toekomstperspectief en in welk perspectief verdisconteerd zullen zijn de ernst van de problemen waarin SNSR en SNS Bank op dat moment verkeerden en voorts alle verdere feiten en omstandigheden die zich op dat tijdstip voordeden en die voor de veronderstelde koop direct of indirect van belang waren of konden zijn. Deskundigen zullen tevens in hun beoordeling betrekken de mate van waarschijnlijkheid van de indiening door DNB van een verzoek tot toepassing van de noodregeling en de gevolgen van een dergelijke noodregeling voor SNS Bank, indien en voor het geval geen onteigening zou hebben plaats gevonden.

8. Gegeven de huidige kennis van de relevante informatie en naar de thans bestaande inzichten denken deskundigen vooralsnog met name aan de volgende varianten van toekomstperspectief voor SNSR en SNS Bank:

    a. Noodregeling zou zijn aangevraagd door DNB in verband met gesignaleerde tekenen van gevaarlijke ontwikkeling, als bedoeld in artikel 3:160 lid 1 Wft:
        - Hoe moet de kans op toewijzing van verzoek worden ingeschat?
            - Indien toegewezen: wat betekent dit voor de waarde? In deze optie zullen de gevolgen van diverse scenario's worden geanalyseerd, waaronder faillissement, herstructurering, integrale / partiële overname door een derde, etc.
            - Indien niet toegewezen: wat zijn de alsdan meest waarschijnlijke alternatieven en wat betekenen zij voor de waarde? Ook in deze optie zullen de gevolgen van diverse scenario's worden geanalyseerd, waaronder faillissement, herstructurering, integrale / partiële overname door een derde, etc.
    b. Noodregeling zou niet zijn aangevraagd door DNB: wat zijn in dit geval de meest waarschijnlijke scenario's/alternatieven en wat betekenen zij voor de waarde?

9. Vastgesteld zullen worden de voor de onderhavige opdracht meest geëigende waarderingsmethodieken. Hierbij zullen deskundigen naar de thans bestaande inzichten met name gebruik maken van de volgende methodieken:

a. Income Approach (waaronder Discounted Cash Flow methode)
b. Market Approach
c. Net Asset Value Approach (op basis van boekwaarde)

Daarnaast zullen deskundigen bij de bepaling van de waarde van SNSR (de Holding) gebruik maken van de zogenaamde Sum of the Parts methode.

10. Op een objectieve en transparante wijze zal worden vastgesteld de werkelijke waarde in de zin van artikel 6:8 lid 2 Wft per peilmoment van alle in r.o. 3.70 van de Beschikking nader gespecificeerde effecten en vermogensbestanddelen van SNSR en SNS Bank, rekening houdend met bovengenoemd(e) toekomstperspectief resp.perspectieven. in de situatie dat geen onteigening zou hebben plaats gevonden en in geval van een veronderstelde vrije verkoop in het economische verkeer tussen redelijk handelende partijen, mede in aanmerking genomen dat SNS Bank werd beschouwd als systeem relevante instelling, hetgeen een rol zou kunnen hebben gespeeld bij een prijsbepaling tussen redelijk handelende partijen, voor zover althans SNS Bank- de onteigening weggedacht- nog levensvatbaar zou zijn geweest, een en ander indien gewenst met behulp van in te schakelen deskundigen, waarbij de beurskoers niet als uitgangspunt zal dienen maar wel met de nodige terughoudendheid, als geschetst in r.o. 3.38 van de Beschikking in de beschouwingen zal worden betrokken.

    Naast de hiervoor nader gespecificeerde effecten en vermogensbestanddelen zal op basis van de hiervoor aangegeven uitgangspunten ook een inschatting worden gemaakt van de waarde van SNSR als geheel, inclusief die van haar onderdelen Reaal, SNS Asset Management en SNS Bank (inclusief Property Finance), waarbij de waarde van bepaalde (groepen van) activa en passiva per het peilmoment nader zullen worden vastgesteld.

    De waarde zal derhalve worden vastgesteld zowel vanuit optie van verkoop van individuele vermogensbestanddelen als vanuit verkoop van SNSR en/of SNS Bank als geheel. In dit verband zal tevens worden onderzocht of de rapporten van Cushman & Wakefield en EY wel of niet mede als uitgangspunt kunnen dienen voor de vaststelling van de schadeloosstelling.

11. Voorts zullen onder meer de navolgende werkzaamheden onderdeel uitmaken van de door deskundigen uit te voeren werkzaamheden:

    a. Het per categorie effecten en vermogensbestanddelen, als weergegeven op de in r.o. 3.5 van de hiervoor genoemde beschikking weergegeven lijst, vaststellen of en in welke mate de staatssteun van 2008 in de vorm van Core Tier-1 capital securities (€ 750 mio waarvan nog € 565 mio resteert) op het peilmoment een kwantificeerbaar waardeverhogend effect op de onteigende effecten en vermogensbestanddelen zou hebben gehad, zulks gelet op de (resterende) terugbetalingsverplichting, de boeterente en verdere voorwaarden. Dit geldt op overeenkomstige wijze voor eventuele andere steun die zou zijn verleend, bijvoorbeeld in de vorm van door de Staat verstrekte garanties. Uitgangspunt daarbij zal zijn dat, indien de waarde die de staatssteun op het peilmoment vertegenwoordigde niet op gekwantificeerde wijze kan worden vastgesteld, die waarde niet kan worden verdisconteerd in de zin van artikel 6: 9 lid 2 Wft.
    b. Het geven van een oordeel over de waarde van de Participatie Certificaten 3 onderscheidenlijk voor het geval dat deze certificaten niet zijn achtergesteld en voor het geval deze certificaten wel als achtergesteld moeten worden beschouwd. Alle overige te waarderen obligaties zullen als achtergesteld worden aangemerkt. Uitgangspunt zal zijn dat de crediteuren van de achtergestelde vorderingen op SNS Bank ingevolge artikel 2: 403 BW worden aangemerkt als concurrente crediteuren van SNSR.
    c. Het doen van onderzoek naar het al of niet bestaan van de verpanding van de vordering ad € 800 mio van SRLEV N.V. op SNS Bank en de mogelijke invloed ervan op het toekomstperspectief van SNSR en op de waarde van de onteigende effecten en vermogensbestanddelen.

C. Nadere specificatie werkzaamheden en bijbehorende planning

1. Deskundigen zullen kennisnemen van alle gedingstukken (inclusief nog op te vragen stukken), het rapport van de evaluatiecommissie Nationalisatie SNSR en alle overige reeds beschikbare relevante schriftelijke en digitale bronnen. Voorts zal een Onderzoeksprotocol worden opgesteld en zullen personen worden uitgenodigd voor het houden van interviews. Beoogde periode: *september – oktober 2016*
2. Het houden van interviews met alle daarvoor in aanmerking komende personen ter nadere oordeelvorming en vaststelling van voor de waardering relevante feiten en factoren op het peilmoment, welke al of niet algemeen bekend waren. Van alle interviews zal een zakelijk samenvattend verslag worden gemaakt, welk verslag voor eventuele aanvullingen en verbeteringen zal worden voorgelegd aan de gesprekspartners. Beoogde periode: *november – december 2016*
3. Het opstellen van relevante, haalbaar geachte varianten/alternatieven qua toekomstperspectief en de daaraan gerelateerde eerste analyse. Beoogde periode: *januari – februari 2017*
4. Waardering op basis van relevante, haalbaar geachte varianten/alternatieven qua toekomstperspectief. Beoogde periode: *maart – april 2017*
5. Uitsplitsing van waarde naar relevante vermogensbestanddelen. Beoogde periode: *mei 2017*
6. Opstellen van concept deskundigenbericht. Beoogde periode: *juni- juli 2017*
7. Het in het kader van hoor en wederhoor in de gelegenheid stellen van alle partijen om binnen een termijn van twee maanden ná ontvangst van het concept deskundigenbericht commentaar te leveren op het concept. Beoogde periode: *augustus - september 2017*
8. Voltooien deskundigenbericht. Beoogde periode: *oktober 2017.*

Dit leidt tot een totale begrote doorlooptijd van 14 maanden (van ca. begin september 2016 tot eind oktober 2017).

Appendix: Eerste (niet volledige) aanzet nader op te vragen informatie

- (Ongeschoonde) Rapport(en) SNS PF van Cushman & Wakefield
- (Ongeschoonde) Rapport(en) SNS PF van EY
- Meest recente dataroom(s) inzake SNSR, en/of haar deelnemingen daterend van vóór peilmoment
- Meest recente dataroom(s) inzake SNSR en/of haar deelnemingen van Ministerie van Financiën, daterend van vóór peilmoment
- Meest recente dataroom(s) inzake SNSR en/of haar deelnemingen van DNB, daterend van vóór peilmoment
- Waarderingen van SNSR en/of haar deelnemingen en haar onderdelen door adviseurs van SNS
- Presentaties en analyses van adviseurs van SNSR
- Presentaties en analyses inzake SNS van adviseurs van Ministerie van Financiën (Morgan Stanley)
- Presentaties en analyses inzake SNS van adviseurs van DNB (RBS)
- Loan tapes hypotheekportefeuille SNS Bank
- Notulen RvB en ALCo (Asset-Liability Committee) SNSR, SNS Bank en Reaal en SNS Asset Management over de periode 1 januari 2012 tot aan peilmoment
- Notulen RvC SNSR over de periode 1 januari 2012 tot aan peilmoment
- Alle correspondentie, zowel digitaal als schriftelijk tussen Ministerie van Financiën, DNB en SNSR over de periode 1 januari 2012 tot aan peilmoment
- Managementletters KPMG betrekking hebbend op de jaren 2012 en 2013
- Alle gespreksverslagen betrekking hebbend op SNSR en/of haar deelnemingen van Ministerie van Financiën, DNB en SNS over periode 1 januari 2012 tot aan peilmoment
- Alle relevante publicaties in de media, betrekking hebbend op SNSR en/of haar deelnemingen
- Alle Handelingen en officiële bekendmakingen Tweede Kamer over de periode 1 januari 2012 tot aan peilmoment, betrekking hebbend op SNSR en/of haar deelnemingen

Noot: Vorengeschetst overzicht geeft vooralsnog slechts de categorieën van informatie weer.

Bijlage 2 Onderzoeksprotocol

ONDERZOEKSPROTOCOL DESKUNDIGEN

Met het oog op de vaststelling van de hoogte van de schadeloosstelling voor onteigende effecten en vermogensbestanddelen SNS REAAL N.V. en SNS Bank ingevolge de beschikking van de Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam d.d. 26 februari 2016 (zaaknummer: 200.122.906/01 OK).

1. DOEL VAN HET ONDERZOEK

De Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam heeft bij beschikking d.d. 26 februari 2016 (zaaknummer: 200.122.906/01 OK; hierna "de Beschikking") inzake de Minister van Financiën als verzoeker en een groot aantal in de Beschikking nader genoemde Belanghebbenden met het oog op de vaststelling van de hoogte van de schadeloosstelling voor onteigende effecten en vermogensbestanddelen SNS REAAL N.V. en SNS Bank N.V. een onderzoek gelast.

De Ondernemingskamer heeft benoemd tot deskundigen om dit onderzoek te verrichten:

- Mr. A.A.M. Deterink te Schijndel
- Dr. H. Oosterhout te Amsterdam
- Mr. E.M. Jansen Schoonhoven MBA te Den Haag.

2. WERKWIJZE

Deskundigen hebben de door hen beoogde werkwijze nader geschetst in een Plan van Aanpak, waarvan de voor de aanpak van het onderzoek meest relevante passages onderstaand onder 1 t/m 7 zijn samengevat:

1. Deskundigen zullen allereerst kennis nemen van alle gedingstukken, daaronder mede begrepen alle door partijen overgelegde producties, de eerste beschikking van de Ondernemingskamer van 11 juli 2013, de beschikking van de Ondernemingskamer van 26 februari 2016,de beschikking van de Ondernemingskamer van 16 augustus 2016, de beschikking van de Hoge Raad van 20 maart 2015 (ECLI: NL:HR:2015:661) alsmede van het rapport van de evaluatiecommissie Nationalisatie SNSR.
2. Tegelijkertijd zal via een externe dataroomprovider een digitale dataroom worden ingericht, waarin alle processtukken en alle overige beschikbare relevante schriftelijke en digitale informatie alsmede alle gespreksverslagen van gehouden interviews zullen worden ondergebracht. Ook de in de procedure verschenen partijen zullen toegang tot de dataroom verkrijgen, zo nodig op een wijze waardoor verdere verspreiding van bepaalde stukken wordt bemoeilijkt.

Maatregelen zullen worden genomen om de vertrouwelijkheid van de informatie in de digitale dataroom te waarborgen. Om toegang tot de dataroom te verkrijgen zullen de in de procedure verschenen partijen een Dataroom Protocol moeten ondertekenen, waarin ondermeer een geheimhoudingsplicht is opgenomen. Toegang tot de dataroom zal uitsluitend worden geboden onder de voorwaarden van het Protocol. De dataroom zal volledig op "read only" ingesteld worden.

Het opslaan en printen van documenten zal niet mogelijk zijn. Verspreiding van documenten zal worden bemoeilijkt door het aanbrengen van een uniek watermerk per in de dataroom verschenen partij.

3. Een overzicht zal worden opgesteld van bij derden, waaronder bij de Minister van Financiën, DNB en met medewerking van de Minister van Financiën bij SNSR, Reaal, SNS Asset Management, SNS Bank en Property Finance, op te vragen initieel relevant geachte informatie, in welk kader verzoeken om informatie zullen worden verzonden . Voorzover op te vragen informatie concrete persoonsgegevens mocht bevatten en de Wet Bescherming Persoonsgegevens vrijgave hiervan niet toestaat, kunnen deze gegevens onleesbaar gemaakt worden, indien en voorzover de verstrekking van deze gegevens naar het oordeel van deskundigen niet noodzakelijk is voor de uitkomst van het onderzoek. In geval naar het oordeel van deskundigen een niet gerechtvaardigd beroep op de Wet Bescherming Persoonsgegevens wordt gedaan, zal de tussenkomst van de raadsheer commissaris worden ingeroepen. Hetzelfde geldt indien een niet gerechtvaardigd beroep

mocht worden gedaan op contractuele (geheimhoudings-) verklaringen.
Tevens zullen ter verkrijging van nadere informatie, ook welke wellicht niet algemeen bekend was, interviews worden gehouden met daarvoor in aanmerking komende instanties en/of personen, waaronder naar de thans bestaande inzichten in ieder geval begrepen de Evaluatiecommissie Nationalisatie SNSR, (oud-)functionarissen van het Ministerie van Financiën, de Minister van Financiën daaronder mede begrepen, DNB, NLFI, de curator in het faillissement van de Stichting AOS, CVC Capital Partners, Rabobank, ABN Amro, ING, SNSR Holding, Reaal (inclusief SRLEV), SNS Asset Management, SNS Bank, SNS Property Finance, Stichting Beheer SNSR, KPMG, Cushman & Wakefield, EY (opstellers van rapport over Property Finance), adviseurs van o.a. SNS en het Ministerie van Financiën en ter zake deskundig geachte onafhankelijken, zoals bijvoorbeeld hoogleraren en professionele aandelen-analisten. Voor zover interviews staan gepland met functionarissen van niet proces partijen, zullen deskundigen afhankelijk zijn van de bereidheid tot medewerking.

4. Aan de hand van de aldus verkregen informatie zullen alle voor de waardering relevante feiten en factoren op het peilmoment, ook die welke niet algemeen bekend waren, op een objectieve wijze worden vastgesteld waarbij tevens de invloed van de aldus vastgestelde feiten en factoren op het risicoprofiel van SNSR en SNS Bank en op de uitkomst van de waardering zal worden geanalyseerd. In dit kader zal tevens worden geanalyseerd het optreden van de Minister van Financiën en van DNB in de periode voorafgaande aan het peilmoment. Deze relevante feiten en factoren, ook welke niet algemeen bekend waren, zullen deskundigen in kaart brengen, naast een analyse en overzicht van de feiten en factoren, als geschetst in alle gedingstukken.

5. Alle partijen zullen op de voet van artikel 198 van het Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering in de gelegenheid worden gesteld om opmerkingen te maken en verzoeken te doen. Deze gelegenheid zullen deskundigen alle partijen geven bij de aanvang van het onderzoek. Daar waar deskundigen dit noodzakelijk/opportuun achten zullen zij deze opmerkingen meenemen c.q. verzoeken honoreren. In het uit te brengen deskundigenbericht zal worden vermeld dat aan artikel 198 voornoemd is voldaan, onder vermelding van de inhoud van de opmerkingen en/of verzoeken.

6. Analyse zal plaatsvinden van alle relevante financiële cijfers tot aan het peilmoment, waaronder mede begrepen het jaarverslag 2012 van SNSR, gepubliceerd op 6 juni 2013 en het jaarverslag 2012 van SNS Bank, gepubliceerd op 2 juli 2013.

7. Tevens zal worden vastgesteld welk daadwerkelijke toekomstperspectief SNSR en SNS Bank op 1 februari 2013 zouden hebben gehad zonder onteigening, waarbij het niet gaat om destijds in de markt of bij andere betrokkenen aanwezige (beperkte) kennis of verwachtingen omtrent het toekomstperspectief en in welk perspectief verdisconteerd zullen zijn de ernst van de problemen waarin SNSR en SNS Bank op dat moment verkeerden en voorts alle verdere feiten en omstandigheden die zich op dat tijdstip voordeden en die voor de veronderstelde koop direct of indirect van belang waren of konden zijn. Deskundigen zullen tevens in hun beoordeling betrekken de mate van waarschijnlijkheid van de indiening door DNB van een verzoek tot toepassing van de noodregeling en de gevolgen van een dergelijke noodregeling voor SNS Bank, indien en voor het geval geen onteigening zou hebben plaats gevonden.

Procespartijen zijn op grond van artikel 198 lid 3 Rv. tot medewerking aan het deskundigenonderzoek verplicht.

Deskundigen zullen nader bepalen over welke informatie zij wensen te beschikken en waar nodig partijen verzoeken die gegevens te verschaffen.

Indien een partij schriftelijk opmerkingen of verzoeken aan deskundigen doet toekomen en/of aan deskundigen al of niet op hun verzoek nadere informatie doet toekomen, dient zij daarvan op de voet van artikel 198 lid 2 Rv. terstond afschrift te verstrekken aan de wederpartijen en/of aan alle procespartijen. De kennisgeving aan procespartijen zal geschieden via de opname van de schriftelijke opmerkingen en/of verzoeken en/of verstrekte informatie in de dataroom, die voor alle procespartijen toegangkelijk zal zijn.

Daar waar deskundigen dit noodzakelijk/opportuun achten zullen zij deze opmerkingen meenemen c.q. verzoeken honoreren.

Formele gesprekken

Met een aantal direct en indirect betrokken personen zullen in principe op basis van vrijwilligheid interviews worden gehouden. Het staat betrokkenen vrij zich tijdens deze interviews te laten vergezellen door een advocaat. Mogelijk zijn met een persoon meerdere interviews nodig. Van de gehouden interviews zullen gespreksverslagen worden opgesteld.

Dit zullen samenvattende verslagen zijn. Er wordt geen bandopname van het gesprek gemaakt. Het is mogelijk dat deskundigen zullen besluiten sommige hiervoor bedoelde personen voor een verhoor onder ede in rechte te dagvaarden.

De te interviewen persoon wordt voorafgaande aan het interview op hoofdlijnen geïnformeerd over de te bespreken onderwerpen. Teneinde de betrokkene behulpzaam te zijn ter voorbereiding van het formele gesprek met deskundigen, ontvangt ieder te interviewen persoon op voorhand een historisch overzicht van belangrijkste feiten in de aanloop naar de nationalisatie van SNSR per 1 februari 2013. Indien een betrokkene van oordeel is dat het feitenoverzicht onjuistheden bevat of aanvullingen behoeft, zal hij/zij dat schriftelijk en voorafgaand aan het gesprek aan deskundigen berichten. Enige nadere gedachten inzake toekomstperspectief, voor zo ver niet publiekelijk bekend, kan de interviewee waar mogelijk nader onderbouwen met concrete stukken, en deze meenemen naar plaats van gesprek.

Het gespreksverslag zal uiterlijk binnen twee weken na afloop van het gesprek aan de betrokkene ter beschikking worden gesteld. Dit kan ook per email. De betrokkene krijgt twee weken de tijd feitelijke onjuistheden te corrigeren. Eventueel commentaar zal door deskundigen als zodanig in het verslag worden verwerkt. Indien deskundigen en gesprekspartners het niet eens zijn over een of meerdere passages in de tekst van het verslag, zal dit in het verslag worden weergegeven. De definitieve versie van het gespreksverslag zal vervolgens aan de betrokkene ter beschikking worden gesteld en in de dataroom worden opgenomen.

Indien en voor het geval een betrokkene zijn medewerking aan het onderzoek mocht weigeren, althans de in dit protocol omschreven werkwijze niet mocht aanvaarden, kan deze betrokkene voor een verhoor onder ede in rechte worden gedagvaard.

Informele gesprekken

Deskundigen zullen voorts met personen informele gesprekken kunnen voeren. Van informele gesprekken wordt geen verslag gemaakt.

3. CONCEPT Deskundigenbericht

De resultaten van hun onderzoek zullen deskundigen vastleggen in een concept deskundigenbericht.

In het kader van hoor en wederhoor zullen alle partijen in staat gesteld worden om binnen twee maanden ná ontvangst van het concept deskundigenbericht commentaar te leveren op het concept.

Deskundigen zullen de ontvangen commentaren in ogenschouw nemen bij de opstelling van het definitieve deskundigenbericht. Deskundigen achten zich niet gehouden eventueel commentaar over te nemen.

Het concept deskundigenbericht zal vertrouwelijk zijn. Er kunnen geen rechten aan worden ontleend.

4. DEFINITIEF Deskundigenbericht

Nadat deskundigen het commentaar van de betrokkenen op het concept deskundigenbericht hebben ontvangen, gaan zij over tot finalisering van het eindrapport. Nadat deskundigen het definitieve eindrapport hebben opgesteld, zal dit worden ingediend bij de Ondernemingskamer. Deskundigen streven er, behoudens onvoorziene omstandigheden, naar hun eindrapport omstreeks oktober 2017 in te dienen bij de Ondernemingskamer.

Bijlage 3 Dataroom Index

01	Project Utrecht	Main Folder
01.01	**Ontvangen commentaar met bijlagen inzake concept deskundigenbericht**	Folder
01.01.08	**[VV]**	Folder
01.01.01	20180129122752786	*Document*
01.01.02	20180129122931412	*Document*
01.01.03	afschrift depotakte (1) (1)	*Document*
01.01.04	Bestand depotakten en bijlagen, deel 3	*Document*
01.01.05	bijlagen (1) (3)	*Document*
01.01.06	depotakte (1) (2)	*Document*
01.01.07	digitaal afschrift (1) (2)	*Document*
01.01.08.01	200 122 906 01 0K procedure SNS Reaal Staat reactie op concept rapport Commissie van Deskundigen	*Document*
01.01.09	**'t Stockpaert e.a**	Folder
01.01.09.01	Scan_180214-16_10_11	*Document*
01.01.10	**Andalusian Global**	Folder
01.01.10.01	20180214 - Reactie Andalusian concept rapport deskundigen	*Document*
01.01.11	**Aviva c.s**	Folder
01.01.11.01	20180214 bijlage 1 - OHRA Overeenkomst SNS Bank_2328437	*Document*
01.01.11.02	20180214 Reactie Aviva c.s. op deskundigenbericht_2328441	*Document*
01.01.12	**Brigade c.s**	Folder
01.01.12.01	SNS - Commentaar Concept Deskundigenbericht d.d. 15 december 2017 - Brigade c.s.	*Document*
01.01.13	**DNB**	Folder
01.01.13.01	deskundigenbericht SNS	*Document*
01.01.14	**FNV**	Folder
01.01.14.01	Onderzoekers 180214	*Document*
01.01.14.02	Reactie FNV 14022018 - concept deskundigenrapport	*Document*
01.01.15	**Integrale Gemeenschappelijke verzekeringskas**	Folder
01.01.15.01	Reactie op concept-deskundigenrapport d.d. 14022018	*Document*
01.01.16	**Italiaanse obligatiehouders**	Folder
01.01.16.01	Reactie It. obligatiehouders concept deskundigenbericht (180214)	*Document*
01.01.17	**MinFin**	Folder
01.01.17.01	AMLT-#2099602-v1-Bijlage_2_-_Overzicht_saldibalansen_SNS_Bank_en_haar_de...	*Document*
01.01.17.02	AMLT-#2099925-v1-Bijlage_1_-_Notitie_Deloitte	*Document*
01.01.17.03	AMLT-#2100071-v1-14_02_2018_Reactie_minister_van_Financien_op_concept-deskundigenbericht	*Document*
01.01.18	**[UU]**	Folder

01.01.18.01		20180213 CONCEPT FAILLISSEMENTSVERSLAG nummer 5 - Curator mr. drs. W.J.M. van Andel	*Document*
01.01.18.02		20180214 [UU] RCFE - Commentaar Concept Deskundigenbericht SNS Bank en SNS Reaal dd 20171215	*Document*
01.01.19		**SRH-Volksbank**	Folder
01.01.19.01		20180214 Brief - Schadeloosstellingsprocedure - Concept deskundigenberic...	*Document*
01.01.20		**Stichting Beheer SNS Reaal**	Folder
01.01.20.01		180214 Brief aan deskundigen - Stichting Beheer SNS REAAL	*Document*
01.01.20.02		180214 Commentaar op concept-deskundigenbericht van 15122017 - Stichting...	*Document*
01.01.21		**Turfmij en Castrifon**	Folder
01.01.21.01		FW Concept Deskundigenbericht 17640_I1541662	*Document*
01.01.22		**VEB**	Folder
01.01.22.01		Onderzoekers 180214	*Document*
01.01.23		**[TT]**	Folder
01.01.23.01		FW SNS concept waarderingsrapport	*Document*
01.01.01		**Deskundigen**	Folder
01.01.01.01		**Plan van Aanpak**	Folder
01.01.01.01.01		160816 SNS REAAL N.V. en SNS Bank N.V.bes3.16-08-16	*Document*
01.01.01.01.02		160922 Fax_aan_Ondernemingskamer_Gerechtshof_Amsterdam	*Document*
01.01.01.01.03		160930 Bijlage geadresseerden deskundigenonderzoek SNS 30092016	*Document*
01.01.01.01.04		160930 Definitieve Plan van Aanpak SNS - deskundigenonderzoek	*Document*
01.01.01.01.05		160930 Onderzoeksprotocol deskundigenonderzoek SNS	*Document*
01.01.01.01.06		Concept-plan_van_aanpak_SNS_-_deskundigenonderzoek_-_finale_versie	*Document*
01.01.02		**Ontvangen Informatie**	Folder
01.01.02.01		**SNS Bank**	Folder
01.01.02.01.01		**Property Finance**	Folder
01.01.02.01.01.01		**C&W**	Folder
01.01.02.01.01.01.01		AMCO-8523004-v1-43b_-_Cushman_&_Wakefield_addendum_20_december_2012	*Document*
01.01.02.01.01.01.02		AMCO-8523006-v1-43c_-_Cushman_&_Wakefield_addendum_20_december_2012	*Document*
01.01.02.01.01.01.03		AMCO-8523016-v1-43a_-_Cushman_&_Wakefield_rapport_14_december_2012	*Document*
01.01.02.01.01.01.04		AMCO-8523407-v1-43d_-_Cushman_&_Wakefield_addendum_rapport_31_januari_2013	*Document*
01.01.02.01.01.01.05		AMCO-#8866099-v1-130121_Final_Mercurius_reponse_letter_to_Ministry_of_Finance	*Document*
01.01.02.01.01.01.06		AMCO-#8866141-v1-Contract_between_Cushman_&_Wakefield_and_the_Ministry_of_Finance	*Document*

01.01.02.01.01.01.07		ey-loan-portfolio-transaction-markets-ukandi-update	*Document*
01.01.02.01.01.02		**EY**	Folder
01.01.02.01.01.02.01		AMCO-8538358-v1-EY_rapport_(Core_Portfolio)	*Document*
01.01.02.01.01.02.02		AMCO-8541337-v1-EY_rapport_(Non-Core_Portfolio)	*Document*
01.01.02.01.01.02.03		AMCO-8546479-v1-EY_rapport_(Core_Portfolio)_-_Appendix_J_(SNSPF_One-pag...	*Document*
01.01.02.01.01.02.04		AMCO-8553618-v1-EY_rapport_(Non-Core_Portfolio)_-_Appendix_K_(SNSPF_Two-pagers)	*Document*
01.01.02.01.01.03		**Other Information**	Folder
01.01.02.01.01.03.01		02_12_Management report Property Finance 2011 December(5.2.4.24O)_Redacted	*Document*
01.01.02.01.01.03.02		08_MBR Non Core december 2012 (concept dd 24 jan 2013)__Redacted	*Document*
01.01.02.01.01.03.03		16_10_14.1.2.5.4.1_Kopie van PF Template OP 2013-2015 DEF v2 verstuurd 20121206(5.2.5.4.1)_Redacted	*Document*
01.01.02.01.01.03.04		17_10_14.1.2.5.4.2_OP 2013-2015 Property Finance definitief(5.2.5.4.2)_Redacted	*Document*
01.01.02.01.01.03.05		Notitie hoogte garantiepremie PF	*Document*
01.01.02.01.01.03.06		Project Rhodes - PF Report	*Document*
01.01.02.01.01.03.07		Brief DNB - SNS Bank NV - Onderzoek Zakleijk Onroerend Goed	*Document*
01.01.02.01.01.03.08		Meam - SNS PF - WACC Toelichting	*Document*
01.01.02.01.01.03.09		130729 Comments CW to sheets project Rhodes	*Document*
01.01.02.01.01.03.10		130924 Answers QA Work plan SNS Reaal 2	*Document*
01.01.02.01.01.03.11		Pages from 121022 C&W - Pitch Ministry of Finance (Final)	*Document*
01.01.02.01.02		**SNS Bank**	Folder
01.01.02.01.02.01		**DNB Correspondence**	Folder
01.01.02.01.02.01.01		20_8a. Covernote DNB stresstest en huizenmarkt stresstest 2012 (final)_Redacted	*Document*
01.01.02.01.02.01.02		21_8b. template DNB firm-wide stresstest 2012 (final)	*Document*
01.01.02.01.02.01.03		22_8c. Rapportage template firm-wide stresstest securitisaties (final)	*Document*
01.01.02.01.02.01.04		23_8d. template huizenmarktstresstest 2012 (final)	*Document*
01.01.02.01.02.01.05		24_8e. Toelichting DNB firm-wide stresstest 2012 (final)	*Document*
01.01.02.01.02.01.06		25_8f. Toelichting DNB huizenmarkt stresstest 2012 (final)_Redacted	*Document*

01.01.02.01.02.01.07		26_8g. 120121016_afbouw portefeuille stress test_Redacted	*Document*
01.01.02.01.02.01.08		27_8h. 120830 brf DNB verzoek afwijking constante balansaanname_Redacted	*Document*
01.01.02.01.02.01.09		34_Aanbiedingsbrief_Redacted	*Document*
01.01.02.01.02.01.10		37_Brief aan DNB d d 201213 Aanlevering ILAAP 2013_Redacted	*Document*
01.01.02.01.02.01.11		43_6a_130118_SREP SNS Bank_Redacted	*Document*
01.01.02.01.02.01.12		44_6b_130127_SREP brief_Redacted	*Document*
01.01.02.01.02.01.13		45_7. (Signed Version) Supervisory Review and Evaluation Process 2013_Redacted	*Document*
01.01.02.01.02.02		**Financial Information**	Folder
01.01.02.01.02.02.01		01_12_Loan details SME core 2011 December(4.3.3.4H)_Redacted	*Document*
01.01.02.01.02.02.02		03_121219_SNS RETAIL BANK_OP 2013 - 2015_incl BA Debet (2)	*Document*
01.01.02.01.02.02.03		04_130201_Rapportage dec-2012 BU SNS Bank_CONCEPT_Redacted	*Document*
01.01.02.01.02.02.04		05_130501_Appendix_Rapportage dec-2012 BU SNS Bank_Redacted	*Document*
01.01.02.01.02.02.05		06_20140224_Rapportage FY2013 SNS Retail Bank_Redacted	*Document*
01.01.02.01.02.02.06		07_Genormaliseerde resultaten (extern) SNS Bank 2010-2015	*Document*
01.01.02.01.02.02.07		09_Rapportage Q4-2010 SNS Retail Bank - DEF.ppt [Compatibiliteitsmodus]_Redacted	*Document*
01.01.02.01.02.02.08		10_Rapportage Q4-2011 BU SNS Bank - DEF.ppt [Compatibiliteitsmodus]_Redacted	*Document*
01.01.02.01.02.02.09		11_201212_ALM_Rapportage december 2012_Redacted	*Document*
01.01.02.01.02.02.10		12_201312_ALM_Rapportage december 2013_Redacted	*Document*
01.01.02.01.02.02.11		13_SAL-SB-MND-JAARREK2013 DEC-11	*Document*
01.01.02.01.02.02.12		14_SAL-SB-MND-JAARREK2013 DEC-12 14072016	*Document*
01.01.02.01.02.02.13		15_SAL-SB-MND-JAARREK2013 DEC-13 14072016	*Document*
01.01.02.01.02.02.14		18_COREP Q4 2012	*Document*
01.01.02.01.02.02.15		19_COREP Q4 2013	*Document*
01.01.02.01.02.02.16		28_FINREP Q4 2012	*Document*

01.01.02.01.02.02.17		29_FINREP Q4 2013	*Document*
01.01.02.01.02.02.18		30_21_6.8.1.3.2.10_ICAAP SNS Bank NV 2012(2.11.1.3.2.10)	*Document*
01.01.02.01.02.02.19		31_Aanbiedingsbrief ICAAP 2013 SNS Bank NV_Redacted	*Document*
01.01.02.01.02.02.20		32_ICAAP SNS Bank NV 2013 (final)	*Document*
01.01.02.01.02.02.21		33_23_6.8.1.3.2.4_ILAAP SNS Bank NV(2.11.1.3.2.4O)	*Document*
01.01.02.01.02.02.22		35_ILAAP SNS Bank NV	*Document*
01.01.02.01.02.02.23		36_ILAAP rapport 2013 SNS Bank NV	*Document*
01.01.02.01.02.02.24		38_05_1.2.8.1.5_Classification external funding 2012(1.2.8.1.5)_Redacted	*Document*
01.01.02.01.02.02.25		39_227_pdfsam_Annual_Report_SNS_Bank_2011 (1)	*Document*
01.01.02.01.02.02.26		40_238_pdfsam_Annual_Report_SNS_Bank_2012	*Document*
01.01.02.01.02.02.27		41_236_pdfsam_Annual_Report__SNS_Bank_2013	*Document*
01.01.02.01.02.02.28		42_25_Request for application of ILAAP documentation (SREP 2011)(1.3.4.1.20O)_Redacted	*Document*
01.01.02.01.02.02.29		ALM rapport SNS Bank Dec 2011	*Document*
01.01.02.01.02.02.30		Fundingverval SNS Bank sept 2011	*Document*
01.01.02.01.02.02.31		Jaarrapportage SNS Bank 2011	*Document*
01.01.02.01.02.03		**MinFin Correspondence Part 1**	Folder
01.01.02.01.02.03.01		001 20121011-1725- R.R. Latenstein van Voorst	*Document*
01.01.02.01.02.03.02		001A Bijlage - 20121011-1725	*Document*
01.01.02.01.02.03.03		001B Bijlage 20121011-1725	*Document*
01.01.02.01.02.03.04		002 20121011-1740-B de Ruiter	*Document*
01.01.02.01.02.03.05		003 20121012-1548-V.A.A Geradts	*Document*
01.01.02.01.02.03.06		004 20121019-1605-B de Ruiter	*Document*
01.01.02.01.02.03.07		004A Bijlage 20121019-1605	*Document*
01.01.02.01.02.03.08		005 20121022-2015- S Verbaan	*Document*

01.01.02.01.02.03.09		006 20121024-1331- J.M. Guapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.10		006A Bijlage 20121024-1331	*Document*
01.01.02.01.02.03.100		070B Bijlage20121204-2206	*Document*
01.01.02.01.02.03.101		070C Bijlage20121204-2206	*Document*
01.01.02.01.02.03.102		070D Bijlage 20121204-2206	*Document*
01.01.02.01.02.03.103		071 20121207-1047- R.R. Latenstein v Voorst	*Document*
01.01.02.01.02.03.104		072 20121207-1451- W.C. Beumer	*Document*
01.01.02.01.02.03.105		073 20121207-1928- B. de Ruiter	*Document*
01.01.02.01.02.03.106		074 20121210-0857- W.C. Beumer	*Document*
01.01.02.01.02.03.107		075 20121210-1422- W.C. Beumer	*Document*
01.01.02.01.02.03.108		076 20121210-2110- W.C. Beumer	*Document*
01.01.02.01.02.03.109		077 20121211-1420- CWF Busweiler	*Document*
01.01.02.01.02.03.11		006B Bijlage 20121024-1331	*Document*
01.01.02.01.02.03.110		077A Bijlage 20121211-1420	*Document*
01.01.02.01.02.03.111		078 20121212-1621- J.M. Guapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.112		079 20121214-0954- J.M. Guapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.113		080 20121214-1134- J.M. Guapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.114		081 20121214-1343- R.R. Latenstein v Voorst	*Document*
01.01.02.01.02.03.115		082 20121214-1421- J.M. Quapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.116		083 20121214-1742- S. Verbaan	*Document*
01.01.02.01.02.03.117		084 20121217-1637- B. de Ruiter	*Document*
01.01.02.01.02.03.118		085 20121217-1726- B. de Ruiter	*Document*
01.01.02.01.02.03.119		086 20121218-1455- J.M. Quapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.12		007 20121024-1405- V Hüzier	*Document*

01.01.02.01.02.03.120		087 20121219-0949- V Hüzier	*Document*
01.01.02.01.02.03.121		088 20121219-0951- B. de Ruiter	*Document*
01.01.02.01.02.03.122		089 20121219-0958- CWF Busweiler	*Document*
01.01.02.01.02.03.123		090 20121219-1026- V.A.A Geradts	*Document*
01.01.02.01.02.03.124		090A Bijlage 20121219-1026	*Document*
01.01.02.01.02.03.125		091 20121219-1032- B. de Ruiter	*Document*
01.01.02.01.02.03.126		092 20121219-1229- B. de Ruiter	*Document*
01.01.02.01.02.03.127		093 20121219-1248- J.M. Quapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.128		094 20121219-1540- CWF Busweiler	*Document*
01.01.02.01.02.03.129		094A Bijlage20121219-1540	*Document*
01.01.02.01.02.03.13		008 20121024-1533- B de Ruiter	*Document*
01.01.02.01.02.03.130		094B Bijlage 20121219-1540	*Document*
01.01.02.01.02.03.131		095 20121219-1806- V Hüzeir	*Document*
01.01.02.01.02.03.132		096 20121219-1811- J.M. Quapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.133		097 20121219-1815- D.P. van Kleef	*Document*
01.01.02.01.02.03.134		097A Bijlage 20121219-1815	*Document*
01.01.02.01.02.03.135		098 20121219-1817	*Document*
01.01.02.01.02.03.136		098A Bijlage 20121219-1817	*Document*
01.01.02.01.02.03.137		099 20121219-1825- J.M. Quapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.138		100 20121220-1015- V.A.A Geradts	*Document*
01.01.02.01.02.03.139		100A bijlage 20121220-1015	*Document*
01.01.02.01.02.03.14		008A Bijlage 20121024-1533	*Document*
01.01.02.01.02.03.140		100B bijlage 20121220-1015	*Document*
01.01.02.01.02.03.141		100C bijlage 20121220-1015	*Document*

01.01.02.01.02.03.142		100D bijlage 20121220-1015	*Document*
01.01.02.01.02.03.143		100E bijlage 20121220-1015	*Document*
01.01.02.01.02.03.144		100F bijlage20121220-1015	*Document*
01.01.02.01.02.03.145		100G bijlage20121220-1015	*Document*
01.01.02.01.02.03.146		100H bijlage20121220-1015	*Document*
01.01.02.01.02.03.147		100I bijlage20121220-1015	*Document*
01.01.02.01.02.03.148		100J bijlage20121220-1015	*Document*
01.01.02.01.02.03.149		100K bijlage20121220-1015	*Document*
01.01.02.01.02.03.15		008B Bijlage 20121024-1533	*Document*
01.01.02.01.02.03.150		100L bijlage20121220-1015	*Document*
01.01.02.01.02.03.151		100M bijlage20121220-1015	*Document*
01.01.02.01.02.03.152		100N bijlage20121220-1015	*Document*
01.01.02.01.02.03.153		100O bijlage20121220-1015	*Document*
01.01.02.01.02.03.154		100P bijlage20121220-1015	*Document*
01.01.02.01.02.03.155		100Q bijlage20121220-1015	*Document*
01.01.02.01.02.03.156		100R bijlage20121220-1015	*Document*
01.01.02.01.02.03.157		100S bijlage20121220-1015	*Document*
01.01.02.01.02.03.158		100T bijlage20121220-1015	*Document*
01.01.02.01.02.03.159		100U bijlage20121220-1015	*Document*
01.01.02.01.02.03.16		009 20121024-1841- J.M. Quapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.160		101 20121220-1214_DP van Kleef	*Document*
01.01.02.01.02.03.161		101A Bijlage20121220-1214	*Document*
01.01.02.01.02.03.162		101B Bijlage20121220-1214	*Document*
01.01.02.01.02.03.163		102 1020130109-1224_B. de Ruiter	*Document*

01.01.02.01.02.03.164		102A Bijlage20130109-1224	*Document*
01.01.02.01.02.03.165		103 20121220-1220_DP van Kleef	*Document*
01.01.02.01.02.03.166		103A Bijlage20121220-1220	*Document*
01.01.02.01.02.03.167		104 20130109-1343- J. Schroduer	*Document*
01.01.02.01.02.03.168		105 20121220-1538_B. de Ruiter	*Document*
01.01.02.01.02.03.169		106 20130110-1335_J.M. Quapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.17		009A Bijlage 20121024-1841	*Document*
01.01.02.01.02.03.170		106 Bijlage20121231-1339	*Document*
01.01.02.01.02.03.171		107 20121227-1051_R. Latenstein	*Document*
01.01.02.01.02.03.172		108 20121231-1403_J.M. Quapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.173		109 20130115-0355_Ad Brits	*Document*
01.01.02.01.02.03.174		109A Bijlage20130115-0355_	*Document*
01.01.02.01.02.03.175		110 20130108-1358_S. Verbaan	*Document*
01.01.02.01.02.03.176		111 20130110-1635_J.W.J Graaf	*Document*
01.01.02.01.02.03.177		112 20130116-0927_B. de Ruiter	*Document*
01.01.02.01.02.03.178		112A bijlage20130116-0927_	*Document*
01.01.02.01.02.03.179		113 20130117-2022_B. de Ruiter	*Document*
01.01.02.01.02.03.18		009B Bijlage 20121024-1841	*Document*
01.01.02.01.02.03.180		114 20121230-1908_J.W.J. Graaf	*Document*
01.01.02.01.02.03.181		114A Bijlage 20121230-1908	*Document*
01.01.02.01.02.03.182		115 20130109-1030_B. de Ruiter	*Document*
01.01.02.01.02.03.183		115A Bijlage20130109-1030_	*Document*
01.01.02.01.02.03.184		116 20130110-1646_J.W.J. Graaf	*Document*
01.01.02.01.02.03.185		117 20130120-1825_J.M. Quapp	*Document*

01.01.02.01.02.03.186		117A Bijlage20130120-1825	*Document*
01.01.02.01.02.03.187		118 20130111-1419_CWF Busweiler	*Document*
01.01.02.01.02.03.188		119 20130121-1253_J.W.J. Graaf	*Document*
01.01.02.01.02.03.189		120 20130121-1315_J.W.J. Graaf	*Document*
01.01.02.01.02.03.19		010 20121026-1810- J.M. Quapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.190		121 20130121-1653_V. Huzeir	*Document*
01.01.02.01.02.03.191		122 20130122-1104_J.W.J. Graaf	*Document*
01.01.02.01.02.03.192		122A bijlage 20130122-1104	*Document*
01.01.02.01.02.03.193		123 20130123-0302_J.M Quapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.194		124 20130123-1135_J.M. Quapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.195		125 20130123-2210_B. de Ruiter	*Document*
01.01.02.01.02.03.196		125A Bijlage 20130123-2210	*Document*
01.01.02.01.02.03.197		126 20130124-1052_B de Ruiter	*Document*
01.01.02.01.02.03.198		127 20130124-2041_J.M. Quapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.199		128 20130125-1320_J.M. Quapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.20		011 20121029-1213- CWF Busweiler	*Document*
01.01.02.01.02.03.200		129 20130128-0016_J.W.J. Graaf	*Document*
01.01.02.01.02.03.201		129A Bijlage20130128-0016	*Document*
01.01.02.01.02.03.202		130 20130128-1337_J.M. Quapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.203		131 20130129-1622_J.M. Quapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.204		132 20130130-1610_W.C. Beumer	*Document*
01.01.02.01.02.03.205		133 20130130-1843_W.C. Beumer	*Document*
01.01.02.01.02.03.206		134 20130130-1915 V Huzeir	*Document*
01.01.02.01.02.03.207		135 20130131-1211 W.C. Beumer	*Document*

01.01.02.01.02.03.208		135A Bijlage 20130131-1211	*Document*
01.01.02.01.02.03.209		136 20130131-2038 B. de Ruiter	*Document*
01.01.02.01.02.03.21		012 20121029-1714-J.M. Quapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.210		136A Bijlage 20130131-2038	*Document*
01.01.02.01.02.03.211		137 20121220-1222_DP van Kleef	*Document*
01.01.02.01.02.03.212		137A Bijlage 20121220-1222	*Document*
01.01.02.01.02.03.213		138 20121106-1734_V. Huzeir	*Document*
01.01.02.01.02.03.214		138A Bijlage 20121106-1734	*Document*
01.01.02.01.02.03.215		138B Bijlage20121106-1734	*Document*
01.01.02.01.02.03.216		138C Bijlage 20121106-1734	*Document*
01.01.02.01.02.03.217		138D Bijlage 20121106-1734	*Document*
01.01.02.01.02.03.218		138E Bijlage 20121106-1734	*Document*
01.01.02.01.02.03.219		138F Bijlage20121106-1734_	*Document*
01.01.02.01.02.03.22		013 20121030-1324- M Hofstra	*Document*
01.01.02.01.02.03.220		138G Bijlage20121106-1734_	*Document*
01.01.02.01.02.03.221		138H Bijlage 20121106-1734_	*Document*
01.01.02.01.02.03.222		138I Bijlage 20121106-1734_	*Document*
01.01.02.01.02.03.223		139 20130124-1036_S. Verbaan	*Document*
01.01.02.01.02.03.224		139A Bijlage 20130124-1036_	*Document*
01.01.02.01.02.03.225		140 20130122-2023_S. Verbaan	*Document*
01.01.02.01.02.03.226		141 20130523-1425_S. Verbaan	*Document*
01.01.02.01.02.03.227		142 20121220-1538_S. Verbaan	*Document*
01.01.02.01.02.03.228		143 20130108-1358_s. Verbaan	*Document*
01.01.02.01.02.03.229		144 20121129-1139_S. Verbaan	*Document*

01.01.02.01.02.03.23		014 20121030-2032- J.W.J de Graaf	*Document*
01.01.02.01.02.03.230		145 20121203-1257_S. Verbaan	*Document*
01.01.02.01.02.03.231		146 20121029-1028_S. Verbaan	*Document*
01.01.02.01.02.03.232		146 20123011-1203_S. Verbaan	*Document*
01.01.02.01.02.03.233		146A Bijlage 20121022-1915	*Document*
01.01.02.01.02.03.234		147 20130123-1114_S. Verbaan	*Document*
01.01.02.01.02.03.235		148 20130123-0958_S.Verbaan	*Document*
01.01.02.01.02.03.236		149 20121031-1318_F. Kloosterman	*Document*
01.01.02.01.02.03.237		149A Bijlage 20121031-1318	*Document*
01.01.02.01.02.03.238		150 20122712-1410- W. Raab	*Document*
01.01.02.01.02.03.239		20130124-2327_REGD0001-031068_REGD0001-031069	*Document*
01.01.02.01.02.03.24		015 20121031-0933-J.M. Quapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.25		016 20121031-0953-B. de Ruiter	*Document*
01.01.02.01.02.03.26		017 20121031-1138- M. Hofstra	*Document*
01.01.02.01.02.03.27		018 20121031-1233- B. de Ruiter	*Document*
01.01.02.01.02.03.28		019 20121031-1319- F kloosterman	*Document*
01.01.02.01.02.03.29		019A Bijlage 20121031-1319	*Document*
01.01.02.01.02.03.30		020 20121031-1403- B. de Ruiter	*Document*
01.01.02.01.02.03.31		021 20121031-1534- J. Hüzeir	*Document*
01.01.02.01.02.03.32		022 20121031-1543- M. Hofstra	*Document*
01.01.02.01.02.03.33		023 20121031-1632- J.M. Quapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.34		024 20121101-1026- B de Ruiter	*Document*
01.01.02.01.02.03.35		024A bijlage 20121101-1026	*Document*
01.01.02.01.02.03.36		025 20121101-1155- F Kloosterman	*Document*

01.01.02.01.02.03.37		026 20121101-1555- J.M. Quapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.38		027 20121101-1835- R.R. Latenstein v Voorst	*Document*
01.01.02.01.02.03.39		027A Bijlage 20121101-1835	*Document*
01.01.02.01.02.03.40		027B Bijlage 20121101-1835	*Document*
01.01.02.01.02.03.41		028 20121101-2207- M. Hofstra	*Document*
01.01.02.01.02.03.42		029 20121102-1819- J.M. Quapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.43		030 20121102-2216- J.M. Quapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.44		031 20121103-2224- J.M Quapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.45		032 20121105-0945- V.A.A Geradts	*Document*
01.01.02.01.02.03.46		032A Bijlage 20121105-0945	*Document*
01.01.02.01.02.03.47		033 20121105-1022_F kloosterman	*Document*
01.01.02.01.02.03.48		033A Bijlage 20121105-1022	*Document*
01.01.02.01.02.03.49		034 20121105-1425- CWF Busweiler	*Document*
01.01.02.01.02.03.50		035 20121105-1929 - CWF Busweiler	*Document*
01.01.02.01.02.03.51		036 20121105-2111- J.M. Quapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.52		037 20121106-0641- J.W.J de Graaf	*Document*
01.01.02.01.02.03.53		037A Bijlage 20121106-0641	*Document*
01.01.02.01.02.03.54		037B Bijlage 20121106-0641	*Document*
01.01.02.01.02.03.55		037C Bijlage20121106-0641	*Document*
01.01.02.01.02.03.56		038 20121106-1257-J.M. Guapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.57		039 20121106-1505- J.W.J. de Graaf	*Document*
01.01.02.01.02.03.58		040 20121106-1742- J.M. Quapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.59		041 20121107-1607- M.Hofstra	*Document*
01.01.02.01.02.03.60		042 20121107-1633- J.M. Quapp	*Document*

01.01.02.01.02.03.61		043 20121107-1736- M. Hofstra	*Document*
01.01.02.01.02.03.62		044 20121107-2015- J.M. Quapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.63		045 20121109-1726- J.M. Quapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.64		046 20121112-2007-F Kloosterman	*Document*
01.01.02.01.02.03.65		047 20121112-2148- B de Ruiter	*Document*
01.01.02.01.02.03.66		047A bijlage 20121112-2148	*Document*
01.01.02.01.02.03.67		047B bijlage 20121112-2148	*Document*
01.01.02.01.02.03.68		047C bijlage20121112-2148	*Document*
01.01.02.01.02.03.69		048 20121112-2203- F Kloosterman	*Document*
01.01.02.01.02.03.70		049 20121112-2327- J.M. Quapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.71		050 20121114-1524- J.M. Quapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.72		051 20121115-2237- F.K.V. Lamp	*Document*
01.01.02.01.02.03.73		052 20121116-0930- B. de Ruiter	*Document*
01.01.02.01.02.03.74		052A Bijlage 20121116-0930	*Document*
01.01.02.01.02.03.75		053 20121116-1019- B. de Ruiter	*Document*
01.01.02.01.02.03.76		053A 20121116-1019	*Document*
01.01.02.01.02.03.77		054 20121119-1528- J.M. Quapp	*Document*
01.01.02.01.02.03.78		055 20121122-2314-B. de Ruiter	*Document*
01.01.02.01.02.03.79		056 20121123-1131- J.W.J. de Graaf	*Document*
01.01.02.01.02.03.80		057 20121123-1241- J.W.J. de Graaf	*Document*
01.01.02.01.02.03.81		058 20121123-1340_R. Dolstra	*Document*
01.01.02.01.02.03.82		059 20121123-1343-J.W.J. de Graaf	*Document*
01.01.02.01.02.03.83		060 20121123-1707- B. de Ruiter	*Document*
01.01.02.01.02.03.84		061 20121126-1514- B. de Ruiter	*Document*

01.01.02.01.02.03.85		062 20121126-2109_W.C. Beumer	*Document*
01.01.02.01.02.03.86		063 20121126-2138- W.C. Beumer	*Document*
01.01.02.01.02.03.87		063A Bijlage 20121126-2138	*Document*
01.01.02.01.02.03.88		063B Bijlage20121126-2138	*Document*
01.01.02.01.02.03.89		064 20121127-1256- W.C. Beumer	*Document*
01.01.02.01.02.03.90		065 20121129-1120- B. de Ruiter	*Document*
01.01.02.01.02.03.91		065A Bijlage20121129-1120	*Document*
01.01.02.01.02.03.92		065B Bijlage20121129-1120	*Document*
01.01.02.01.02.03.93		066 20121129-1146- B. de Ruiter	*Document*
01.01.02.01.02.03.94		066A Bijlage 20121129-1146	*Document*
01.01.02.01.02.03.95		067 20121130-1203- S. Verbaan	*Document*
01.01.02.01.02.03.96		068 20121203-1324_V.A.A Geradts	*Document*
01.01.02.01.02.03.97		069 20121204-2131- S Verbaan	*Document*
01.01.02.01.02.03.98		070 20121204-2206- V.A.A. Geradts	*Document*
01.01.02.01.02.03.99		070A Bijlage 20121204-2206	*Document*
01.01.02.01.02.04		**MinFin Correspondence Part 2**	Folder
01.01.02.01.02.04.01		001 20120308-1139_Schellekens	*Document*
01.01.02.01.02.04.02		001A Bijlage 20120308-1139	*Document*
01.01.02.01.02.04.03		001B Bijlage 20120308-1139	*Document*
01.01.02.01.02.04.04		001C Bijlage 20120308-1139	*Document*
01.01.02.01.02.04.05		001D Bijlage 20120308-1139	*Document*
01.01.02.01.02.04.06		002 20120314-1051_Gerardt	*Document*
01.01.02.01.02.04.07		002A Bijlage 20120314-1051	*Document*
01.01.02.01.02.04.08		003 20120315-1650_Busweiler	*Document*

01.01.02.01.02.04.09		004 20120316-1023_Huzeir	*Document*
01.01.02.01.02.04.10		005 20120321-1814_Berndsen	*Document*
01.01.02.01.02.04.11		006 20120326-0905_Holle	*Document*
01.01.02.01.02.04.12		007 20120326-1005_Holle	*Document*
01.01.02.01.02.04.13		008 20120326-1022_Busweiler	*Document*
01.01.02.01.02.04.14		009 20120427-1539_Verbaan	*Document*
01.01.02.01.02.04.15		010 20120815-1953_Verbaan	*Document*
01.01.02.01.02.04.16		010A Bijlage 20120815-1953	*Document*
01.01.02.01.02.04.17		011 20121120-1922_Verbaan	*Document*
01.01.02.01.02.04.18		012 20121122-2210_Schellekens	*Document*
01.01.02.01.02.04.19		012A Bijlage 20121122-2210	*Document*
01.01.02.01.02.04.20		012B Bijlage 20121122-2210	*Document*
01.01.02.01.02.04.21		013 20121127-1232_Verbaan	*Document*
01.01.02.01.02.04.22		013A Bijlage 20121127-1232	*Document*
01.01.02.01.02.04.23		014 20121204-2158_Verbaan	*Document*
01.01.02.01.02.04.24		015 20121204-2336_Gerardts	*Document*
01.01.02.01.02.04.25		015A Bijlage 20121204-2336	*Document*
01.01.02.01.02.04.26		016 20121205-0843_Kloosterman	*Document*
01.01.02.01.02.04.27		017 20121206-0845_Kleef	*Document*
01.01.02.01.02.04.28		018 20121210-1453_Verbaan	*Document*
01.01.02.01.02.04.29		019 20121210-1617_Busweiler	*Document*
01.01.02.01.02.04.30		020 20121219-1350_Schellekens	*Document*
01.01.02.01.02.04.31		020A Bijlage 20121219-1350	*Document*
01.01.02.01.02.04.32		021 20121219-1354_Kleef	*Document*

01.01.02.01.02.04.33		021A Bijlage 20121219-1354	*Document*
01.01.02.01.02.04.34		022 20121220-1221_Kleef	*Document*
01.01.02.01.02.04.35		023 20130130-0014_Heijdra	*Document*
01.01.02.01.02.04.36		023A Bijlage 20121220-1354	*Document*
01.01.02.01.02.04.37		023B Bijlage 20121221-1354	*Document*
01.01.02.01.02.04.38		023C Bijlage 20121221-1354	*Document*
01.01.02.01.02.04.39		024 20130123-1400_Schellekens	*Document*
01.01.02.01.02.04.40		024A Bijlage 20130123-1400	*Document*
01.01.02.01.02.04.41		024B Bijlage 20130123-1400	*Document*
01.01.02.01.02.04.42		025 20130130-0930_Busweiler	*Document*
01.01.02.01.02.04.43		026 20130130-1509_Kloosterman	*Document*
01.01.02.01.02.04.44		027 20130130-1818_Heijdra	*Document*
01.01.02.01.02.04.45		028 20130131-1342_Liefering	*Document*
01.01.02.01.02.04.46		029 20130131-1442_Lieffering	*Document*
01.01.02.01.02.04.47		030 20130131-2055_Feiertag	*Document*
01.01.02.01.02.04.48		030A Bijlage 20130131-2055	*Document*
01.01.02.01.02.04.49		20130201-0811_REGD0001-027455_REGD0001-027456	*Document*
01.01.02.01.02.04.50		20130226-1345_REGD0001-001236_REGD0001-001276	*Document*
01.01.02.01.02.04.51		20130226-1345_REGD0001-001236_REGD0001-001283	*Document*
01.01.02.02		**SNS Reaal**	Folder
01.01.02.02.01		**Financial Information**	Folder
01.01.02.02.01.01		01_12(c)Management Report REAAL Q4 2011 concerning Finance and Control REAAL, dated 30-01-2012(19.1.2.4O)_Redacted	*Document*
01.01.02.02.01.02		02_12(c) Management Report concerning Finance and Control BU Zwitserleven December 2011, dated 01-02	*Document*
01.01.02.02.01.03		03_12. MRP BU Zwitserleven december 2012_definitief_incl nationalisatie_01-05-2013_Redacted	*Document*
01.01.02.02.01.04		04_DEF MRP DEC 20130507_Redacted	*Document*
01.01.02.02.01.05		05_DEF MRP Q4 20140306_Redacted	*Document*

01.01.02.02.01.06		06_ZL_12. MRP BU Zwitserleven_04-02-2014_definitief_Redacted	*Document*
01.01.02.02.01.07		07_10_2.55.2.1_SNS AM OP 2013 - 2015(14.3.2.1)_Redacted	*Document*
01.01.02.02.01.08		08_10_2.55.2.2_SNS AM Template OP 2013-2015(14.3.2.2)_Redacted	*Document*
01.01.02.02.01.09		09_10_2012-11-30 Zwitserleven OP 2013-2015 v2 0(25.4.2)_Redacted	*Document*
01.01.02.02.01.10		1.2.8.1.1.33_Prospectus Hermes 18 SNS REAAL(1.2.8.1.1.33)	*Document*
01.01.02.02.01.11		10_0_2012-11-30. Impact Group Life of Lower Retention and New Government Policies(25.4.3)	*Document*
01.01.02.02.01.12		11_10_Framework letter OP 2013-2015 (25.4.4)	*Document*
01.01.02.02.01.13		12_10_REAAL OP 2013 - 2015 Financial report(19.3.2)_Redacted	*Document*
01.01.02.02.01.14		13_10_REAAL OP 2013 - 2015 Strategic report(19.3.1)_Redacted	*Document*
01.01.02.02.01.15		14_10_REAAL OP 2013 - 2015 Template(19.3.3)_Redacted	*Document*
01.01.02.02.01.16		15_10_REAAL Template OP 2013-2015 balans_Life_Nonlife_na correctie MSA_(19.3.4)	*Document*
01.01.02.02.01.17		16_10_Zwitserleven OP 2013 - 2015(25.4.1)_Redacted	*Document*
01.01.02.02.01.18		17_ORSA2011 20110815 v023_Redacted	*Document*
01.01.02.02.01.19		18_ORSA Light 151 2012_Redacted	*Document*
01.01.02.02.01.20		19_20130614 Solvabiliteitsanalyse_Redacted	*Document*
01.01.02.02.01.21		20120830 Prospective directive covered bonds 1000m SNS REAAL	*Document*
01.01.02.02.01.22		20_ORSA 2013 Report, dd 20140107_Redacted	*Document*
01.01.02.02.01.23		21_Jaarverslag 2011 REAAL NV	*Document*
01.01.02.02.01.24		22_Jaarverslag 2011 REAAL Schadeverzekeringen NV	*Document*
01.01.02.02.01.25		23_Jaarverslag 2011 SRLEV NV	*Document*
01.01.02.02.01.26		24_Jaarverslag 2012 REAAL NV	*Document*
01.01.02.02.01.27		25_Jaarverslag 2012 REAAL Schadeverzekeringen NV	*Document*
01.01.02.02.01.28		26_Jaarverslag 2012 SRLEV NV	*Document*
01.01.02.02.01.29		27_Jaarverslag 2013 REAAL NV	*Document*
01.01.02.02.01.30		28_Jaarverslag 2013 REAAL Schadeverzekeringen NV	*Document*
01.01.02.02.01.31		29_Jaarverslag 2013 SRLEV NV	*Document*
01.01.02.02.01.32		30_L0131 Proteq Leven 2011 WFT staten definitief_Redacted2	*Document*
01.01.02.02.01.33		31_WFT staten REAAL Schade 2011 Definitief Openbare staten_Redacted2	*Document*
01.01.02.02.01.34		32_WFT staten REAAL Schade 2011 Definitief_Redacted2	*Document*
01.01.02.02.01.35		33_WFT staten SRLEV 2011 Definitief Openbare staten_Redacted2	*Document*
01.01.02.02.01.36		34_WFT staten SRLEV 2011 Definitief_Redacted2	*Document*
01.01.02.02.01.37		35_Jaarstaten 2012 SRLEV def 20130718_Redacted2	*Document*
01.01.02.02.01.38		36_Jaarstaten 2012 SRLEV Openbare Staten def 20130718_Redacted2	*Document*
01.01.02.02.01.39		37_L0131 Proteq Leven 2012 WFT openbare staten def_Redacted2	*Document*
01.01.02.02.01.40		38_L0131 Proteq Leven 2012 WFT staten def_Redacted2	*Document*
01.01.02.02.01.41		39_REAAL SCHADE Openbare Staten 2012 Definitief_Redacted2	*Document*
01.01.02.02.01.42		40_REAAL SCHADE Staten 2012 Definitief_Redacted	*Document*

01.01.02.02.01.43		41_L0216_Jaarstaten 2013 02.06.2014 openbaar_Redacted	*Document*
01.01.02.02.01.44		42_L0131 jaarstaten 2013 27.05.2014 openbaar_Redacted	*Document*
01.01.02.02.01.45		43_L0131 jaarstaten 2013 27.05.2014_Redacted	*Document*
01.01.02.02.01.46		44_L0216_Jaarstaten_31.12.2013 02.06.2014 definitief_Redacted	*Document*
01.01.02.02.01.47		45_REAAL Schade 2013 openbaar DEF_Redacted	*Document*
01.01.02.02.01.48		46_W0083_Jaarstaten_31.12.2013 definitief_Redacted	*Document*
01.01.02.03		**SRH**	Folder
01.01.02.03.01		**Ontvangen Informatie November 2016**	Folder
01.01.02.03.01.01		EC Besluit SNS 2009	*Document*
01.01.02.03.01.02		EC Besluit SNS 2010	*Document*
01.01.02.03.01.03		EC Besluit SNS 2011	*Document*
01.01.02.03.02		**Financial Information**	Folder
01.01.02.03.02.01		01_15_Management report SNS REAAL 2011 December(1.2.3.2.11O)_Redacted	*Document*
01.01.02.03.02.02		02_MRP SNS REAAL Q4-2012 dec_Redacted	*Document*
01.01.02.03.02.03		03_MRP SNS REAAL Q4-2013 v10_Redacted	*Document*
01.01.02.03.02.04		04_01_SAL-CON-JAARREK DEC-11 V7 23-02-2012	*Document*
01.01.02.03.02.05		05_02_SAL-CON-JAARREK DEC-12 08-05-2013 V8	*Document*
01.01.02.03.02.06		06_03_SAL-CON-JAARREK DEC-13 V4 27-02-2014	*Document*
01.01.02.03.02.07		07_20_1.2.4.4_OP 2013-2015 SNS REAAL(1.2.4.4)_Redacted	*Document*
01.01.02.03.02.08		08_20_1.2.4.5_Totaal template OP 2013-2015 20121210 aanpassing Retail(1.2.4.5)	*Document*
01.01.02.03.02.09		09_DL SNS REAAL mei 2015	*Document*
01.01.02.03.02.10		10_IC rapportage dec-2013_Redacted	*Document*
01.01.02.03.02.11		11_IC Groepsrapportage december 2012_Redacted	*Document*
01.01.02.03.02.12		12_07_1.2.8.2.2_Inter-company report SNS REAAL 2011 December(1.2.8.2.2O)_Redacted	*Document*
01.01.02.03.02.13		13_07_1.2.8.2.9_Suspense account report SNS REAAL Group 2011 December(1.2.8.2.9O)_Redacted	*Document*
01.01.02.03.02.14		14_IC 2011-12 24-01-2012 tbv kpmg	*Document*
01.01.02.03.02.15		15_IC 2012-12 tbv KPMG 15-01-2013	*Document*
01.01.02.03.02.16		16_IC 2013-12 V7 20-01-2014 tbv kpmg	*Document*
01.01.02.03.02.17		17_PDF eline jaarrapp. 31122011_Redacted	*Document*
01.01.02.03.02.18		18_FICO rapportage RFGSET25 (FY) 2012_DEF_Redacted	*Document*
01.01.02.03.02.19		19_Fico jaar 2013_E-line_DEF_Redacted	*Document*
01.01.02.03.02.20		Fundingverval SNS Bank sept 2011	*Document*
01.01.02.03.02.21		Overname Bouwfonds 1 page	*Document*
01.01.02.03.02.22		Investor Day presentation 2012	*Document*
01.01.02.03.03		**Ministerie van Financien - SNS REAAL nationalisatie en verkoop**	Folder
01.01.02.03.03.01		01-processtuk-betreft-onteigening	*Document*
01.01.02.03.03.02		02-brief-dnb-aan-financien-dd-23-mei-2012	*Document*
01.01.02.03.03.03		03-brief-financien-aan-dnb-dd-31-juli-2012	*Document*
01.01.02.03.03.04		04-brief-dnb-aan-financien-dd-2-oktober-2012	*Document*
01.01.02.03.03.05		05-brief-stichting-sns-reaal-aan-financien-dd-2-oktober-2012	*Document*

01.01.02.03.03.06		06-brief-van-sns-reaal-aan-financien-dd-1-november-2012	*Document*
01.01.02.03.03.07		07-non-paper-financien	*Document*
01.01.02.03.03.08		08-brief-kpmg-aan-sns-reaal-dd-29-november-2012	*Document*
01.01.02.03.03.09		09-brief-nma-aan-financien-dd-18-december-2012	*Document*
01.01.02.03.03.10		10-brief-cvc-aan-financien-dd-11-januari-2013	*Document*
01.01.02.03.03.11		11-brief-sns-aan-financien-dd-13-januari-2013	*Document*
01.01.02.03.03.12		12-brief-financien-aan-sns-dd-13-januari-2013	*Document*
01.01.02.03.03.13		13-brief-stichting-beheer-sns-reaal-aan-minister-van-financien-dd-14-januari-2013	*Document*
01.01.02.03.03.14		14-verslag-overleg-financien-dnb-en-sns-reaal-dd-18-januari-2013	*Document*
01.01.02.03.03.15		15-brief-van-dnb-aan-sns-reaal-dd-18-januari-2013	*Document*
01.01.02.03.03.16		16-brief-sns-reaal-aan-dnb-dd-22-januari-2013	*Document*
01.01.02.03.03.17		17-verslag-overleg-financien-en-sns-reaal-dd-22-januari-2013	*Document*
01.01.02.03.03.18		18-brief-financien-aan-cvc-dd-22-januari-2013	*Document*
01.01.02.03.03.19		19-brief-dnb-aan-sns-reaal-dd-23-januari-2013	*Document*
01.01.02.03.03.20		20-brief-dnb-aan-financien-dd-24-januari-2013	*Document*
01.01.02.03.03.21		21-brief-financien-aan-sns-reaal-dd-24-januari-2013	*Document*
01.01.02.03.03.22		22-verslag-overleg-financien-dnb-en-sns-reaal-dd-25-januari-2013	*Document*
01.01.02.03.03.23		23-brief-dnb-aan-sns-bank-dd-27-januari-2013	*Document*
01.01.02.03.03.24		24-brief-financien-aan-sns-reaal-dd-28-januari-2013	*Document*
01.01.02.03.03.25		25-mail-financien-aan-dnb-dd-29-januari-2013	*Document*
01.01.02.03.03.26		26-mail-financien-aan-afm-dd-29-januari-2013	*Document*
01.01.02.03.03.27		27-brief-cvc-aan-financien-dd-31-januari-2013	*Document*
01.01.02.03.03.28		28-mail-financien-aan-cvc-dd-31-januari-2013	*Document*
01.01.02.03.03.29		29-brief-dnb-aan-sns-bank-dd-1-februari-2013	*Document*
01.01.02.03.03.30		30-brief-dnb-aan-minister-van-financien-dd-1-februari-2013	*Document*
01.01.02.03.03.31		31-persbericht-onteigening-sns-reaal-dd-1-februari-2013	*Document*
01.01.02.03.03.32		32-engelse-vertaling-persbericht-onteigening-sns-reaal-dd-1-februari-2013	*Document*
01.01.02.03.03.33		33-engelse-vertaling-onteigeningsbesluit-sns-reaal	*Document*
01.01.02.03.03.34		34-mail-financien-aan-sns-reaal-en-sns-bank-dd-1-februari-2013	*Document*
01.01.02.03.03.35		35-brief-financien-aan-sns-reaal-dd-1-februari-2013	*Document*
01.01.02.03.03.36		36-brief-financien-aan-sns-bank-dd-1-februari-2013	*Document*
01.01.02.03.03.37		37-brief-aan-stichting-onderhandse-schulden-dd-1-februari-2013	*Document*
01.01.02.03.03.38		38-publicatie-in-staatscourant-dd-1-februari-2013	*Document*
01.01.02.03.03.39		39-kennisgeving-aan-afm-dd-1-februari-2013	*Document*
01.01.02.03.03.40		40-overige-brieven-en-e-mails-aan-belanghebbenden	*Document*
01.01.02.03.03.41		41-analyse-morgan-stanley	*Document*
01.01.02.03.03.42		42-verslag-van-aanvullende-analyse-morgan-stanley-dd-5-februari-2013	*Document*
01.01.02.03.03.43		43-rapport-cushman-wakefield	*Document*

01.01.02.03.03.44		45-brief-verstrekking-geschoonde-rapporten-cushman-wakefield-en-ernst-young	*Document*
01.01.02.03.03.45		46-verweerschrift-afdeling-bestuursrechtspraak-abrs	*Document*
01.01.02.03.04		**Presentations Investment Banks**	Folder
01.01.02.03.04.01		- Discussion Document - 09-10-12	*Document*
01.01.02.03.04.02		- Discussion Document - 27-11-12	*Document*
01.01.02.03.04.03		- Discussion Document - 29-10-12	*Document*
01.01.02.03.04.04		- Project Eiffel - Considerations Capital Restructuring - 09-2012	*Document*
01.01.02.03.04.05		- Project Eiffel - Update on current progress - 08-2012	*Document*
01.01.02.03.04.06		20120127 GS - Project Update Materials [1.9.2.55.2] (2) (2)	*Document*
01.01.02.03.04.07		20120404 GS - Project Liberty [1.9.2.15.19] (2) (2)	*Document*
01.01.02.03.04.08		20120418 GS - Views on Delta Lloyd and Aegon [1.9.2.12.18] (2) (2)	*Document*
01.01.02.03.04.09		20120529 GS - Project Eiffel - Discussion Materials [1.9.2.53.2] (2) (2)	*Document*
01.01.02.03.04.10		20120626 GS - Project Eiffel - Executive Summary for the Supervisory Board	*Document*
01.01.02.03.04.11		20120626 GS - Project Eiffel – Back-up Discussion Materials for the Supervisory Board	*Document*
01.01.02.03.04.12		Credit Suisse - Mercurius - Proposal - 05-03-2012	*Document*
01.01.02.03.04.13		Credit Suisse - Mercurius - Update on SNS Reaal Discussion Materials - 02-03-2012	*Document*
01.01.02.03.04.14		Credit Suisse - Mercurius - Update on SNS Reaal Discussion Materials - 17-11-2012	*Document*
01.01.02.03.04.15		CVC - Project Mercurius - Discussion Materials - 04-12-12	*Document*
01.01.02.03.04.16		Lazard - NLFI Valuation discussion - 01-2013	*Document*
01.01.02.03.04.17		Lazard - Project Specht - Valuation Discussion - 21-01-2013	*Document*
01.01.02.03.04.18		MS - - Discussion Materials - undated	*Document*
01.01.02.03.04.19		MS - - Key Items for Discussion with Centaurus - undated	*Document*
01.01.02.03.04.20		MS - - Timetable & Process - undated	*Document*
01.01.02.03.04.21		MS - - Discussion Materials - 11-2012	*Document*
01.01.02.03.04.22		MS - - untitled - undated	*Document*
01.01.02.03.04.23		MS - Mercurius - Discussion Materials - 03-07-2012	*Document*
01.01.02.03.04.24		MS - Mercurius - Discussion Materials - 10-07-2012	*Document*
01.01.02.03.04.25		MS - Mercurius - Discussion Materials - 16-06-2012	*Document*
01.01.02.03.04.26		MS - Mercurius - Discussion Materials - 22-06-2012	*Document*
01.01.02.03.04.27		MS - Mercurius - Discussion Materials - 26-06-2012	*Document*
01.01.02.03.04.28		MS - Mercurius Meeting - Discussion Materials - 15-06-2012	*Document*
01.01.02.03.04.29		MS - Project Mercurius - Discussion Materials - 03-04-2012	*Document*
01.01.02.03.04.30		MS - Project Mercurius - Discussion Materials - 05-02-2013	*Document*
01.01.02.03.04.31		MS - Project Mercurius - Discussion Materials - 06-11-2012	*Document*
01.01.02.03.04.32		MS - Project Mercurius - Discussion Materials - 08-06-2012	*Document*
01.01.02.03.04.33		MS - Project Mercurius - Discussion Materials - 17-04-2012	*Document*
01.01.02.03.04.34		MS - Project Mercurius - Discussion Materials - 17-08-2012	*Document*

01.01.02.03.04.35		MS - Project Mercurius - Discussion Materials - 20-09-2012	*Document*
01.01.02.03.04.36		MS - Project Mercurius - Discussion Materials - 22-01-2013	*Document*
01.01.02.03.04.37		MS - Project Mercurius - Discussion Materials - 23-01-2013	*Document*
01.01.02.03.04.38		MS - Project Mercurius - Discussion Materials - 25-05-2012	*Document*
01.01.02.03.04.39		MS - Project Mercurius - Discussion Materials - 27-01-2013	*Document*
01.01.02.03.04.40		MS - Project Mercurius - Discussion Materials - 27-03-2012	*Document*
01.01.02.03.04.41		MS - Project Mercurius - Discussion Materials - 28-01-2013	*Document*
01.01.02.03.04.42		MS - Project Mercurius - Discussion Materials - 29-11-2012	*Document*
01.01.02.03.04.43		MS - Project Mercurius - Discussion Materials - 30-05-2012	*Document*
01.01.02.03.04.44		MS - Project Mercurius - Discussion Materials - undated	*Document*
01.01.02.03.04.45		MS - Project Mercurius - Follow-Up Materials - 24-04-2012	*Document*
01.01.02.03.04.46		MS - Project Mercurius - Outside-in Analysis - 20-03-2012	*Document*
01.01.02.03.04.47		MS - Project Mercurius - Proposal - 06-03-2012	*Document*
01.01.02.03.04.48		MS - Project Mercurius - Summary Discussion Materials - 27-01-2013	*Document*
01.01.02.03.04.49		Nomura - - Multiples - 22-01-2013	*Document*
01.01.02.03.04.50		RBC - - untitled - undated	*Document*
01.01.02.03.04.51		RBS - Comparison equity gap Diane and proposal Comet - 27-01-2013	*Document*
01.01.02.03.04.52		RBS - Discussion Document - 27-06-2012	*Document*
01.01.02.03.04.53		RBS - Project Mercurius - Discussion Document - 03-07-2012	*Document*
01.01.02.03.04.54		RBS - Project Mercurius - Discussion Document - 03-07-2012 (2)	*Document*
01.01.02.03.04.55		RBS - Project Mercurius - Discussion Document - 04-07-2012	*Document*
01.01.02.03.04.56		RBS - Project Mercurius - Discussion Document - 19-07-2012	*Document*
01.01.02.03.04.57		RBS - Project Mercurius - Discussion Document - 23-07-2012	*Document*
01.01.02.03.04.58		RBS - Project Mercurius - Discussion Document - 29-06-2012	*Document*
01.01.02.03.04.59		RBS - Project Mercurius - Discussion Document - 30-07-2012	*Document*
01.01.02.03.04.60		RBS - Project Roos - Discussion Document - 06-2012	*Document*
01.01.02.03.04.61		RBS-Clifford Chance - All scenarios - Conclusion - undated	*Document*
01.01.02.03.04.62		RBS-Clifford Chance - Current Proposal of the advisors - undated	*Document*
01.01.02.03.04.63		RBS-Clifford Chance - Project Mercurius - Discussion Document - 28-06-2012	*Document*
01.01.02.03.04.64		RBS-Clifford Chance - Project Roos - Discussion Document - 25-06-2012	*Document*
01.01.02.03.04.65		RBS-Clifford Chance - Project Roos - Discussion Document - 26-06-2012	*Document*
01.01.02.03.04.66		RBS-Clifford Change - Project Roos - Discussion Document - 21-06-2012	*Document*
01.01.02.03.04.67		Rothschild - SNS Reaal Discussion Materials - 07-10-2010	*Document*
01.01.02.03.04.68		Rothschild - SNS Reaal Discussion Materials - 09-2010	*Document*
01.01.02.03.04.69		Rothschild - SNS Reaal Discussion Materials - 23-01-2012	*Document*
01.01.02.03.04.70		SNS Reaal - ASR & SNS Reaal - Vetrouwen en Waarde - 10-2012	*Document*
01.01.02.03.05		**Ontvangen Informatie December 2016**	Folder
01.01.02.03.05.01		110325_Monitoring Report SNS REAAL_final	*Document*

01.01.02.03.05.02		120315_MonitoringReport_distrMinfin	*Document*
01.01.02.03.05.03		120912_HY2012 Evolution Report	*Document*
01.01.02.03.05.04		Besluit goedkeuring VP 28-1-10	*Document*
01.01.02.03.05.05		NO FM 2013 135 N Antwoorden op uw vragen bij notitie advies inzake oplossing mercurius (11 jan 2013)schoon	*Document*
01.01.02.03.05.06		NO FM 2013 46 Advies inzake oplossing voor Mercurius (opm Minister)	*Document*
01.01.02.03.05.07		Revised SNS REAAL Viabilityplan final 16-10-09	*Document*
01.01.02.03.06		**Ontvangen Informatie Mei 2017**	Folder
01.01.02.03.06.01		**01 Notulen RvC Comité SNS Reaal**	Folder
01.01.02.03.06.01.01		20120917 Verslag RvC comite redacted	*Document*
01.01.02.03.06.01.02		20120928 Verslag RvC comite redacted	*Document*
01.01.02.03.06.01.03		20121003 Verslag RvC comite redacted	*Document*
01.01.02.03.06.01.04		20121008 Verslag RvC comite redacted	*Document*
01.01.02.03.06.01.05		20121018 Verslag RvC comite redacted	*Document*
01.01.02.03.06.01.06		20121024 Verslag RvC comite redacted	*Document*
01.01.02.03.06.01.07		20121029 Verslag RvC comite redacted	*Document*
01.01.02.03.06.01.08		20121127 Verslag RvC comite redacted	*Document*
01.01.02.03.06.01.09		20121204 Verslag RvC comite redacted	*Document*
01.01.02.03.06.01.10		20121220 Verslag RvC comite redacted	*Document*
01.01.02.03.06.01.11		20130109 Verslag RvC comite redacted	*Document*
01.01.02.03.06.01.12		20130118 Verslag RvC comite redacted	*Document*
01.01.02.03.06.01.13		20130123 Verslag RvC comite redacted	*Document*
01.01.02.03.06.02		**02 Notulen RvC SNS Reaal**	Folder
01.01.02.03.06.02.01		120903_Notulen RvC 3 september 2012 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.02.02		121031_Notulen RvC 31 oktober 2012 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.02.03		121108_Notulen RvC 8 november 2012 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.02.04		121113_Notulen RvC 13 november 2012 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.02.05		121119_Notulen RvC 19 november 2012 redacted	*Document*

01.01.02.03.06.02.06		121202_Notulen RvC 2 december 2012 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.02.07		121212_Notulen RvC 12 december 2012 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.02.08		121220_Notulen RvC 20 december 2012 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.02.09		130111_Notulen RvC 11 januari 2013 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.02.10		130112_Notulen RvC 12 januari 2013 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.02.11		130116_Notulen RvC 16 januari 2013 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.02.12		130118_Notulen RvC 18 januari 2013 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.02.13		130121_Notulen RvC 21 januari 2013 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.02.14		130124_Notulen RvC 24 januari 2013 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.02.15		130125_Notulen RvC 25 januari 2013 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.02.16		130126_Notulen RvC 26 januari 2013 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.02.17		130127_Notulen RvC 27 januari 2013 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.02.18		130128_Notulen RvC 28 januari 2013 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.02.19		130129_Notulen RvC 29 januari 2013 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.02.20		130130_Notulen RvC 30 januari 2013 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.02.21		130131_Notulen RvC 31 januari 2013 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.03		**03 Notulen RvB SNS Reaal**	Folder
01.01.02.03.06.03.01		120904_Notulen RvB 4 september 2012 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.03.02		120911_Notulen RvB 11 september 2012 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.03.03		120918_Notulen RvB 18 september 2012 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.03.04		120925_Notulen RvB 25 september 2012 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.03.05		121002_Notulen RvB 2 oktober 2012 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.03.06		121009_Notulen RvB 9 oktober 2012 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.03.07		121016_Notulen RvB 16 oktober 2012 redacted	*Document*

01.01.02.03.06.03.08		121022_Notulen RvB 22 oktober 2012 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.03.09		121030_Notulen RvB 30 oktober 2012 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.03.10		121106_Notulen RvB 6 november 2012 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.03.11		121113_Notulen RvB 13 november 2012 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.03.12		121120_Notulen RvB 20 november 2012 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.03.13		121122_Notulen RvB 22 november 2012 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.03.14		121127_Notulen RvB 27 november 2012 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.03.15		121204_Notulen RvB 4 december 2012 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.03.16		121204_Verslag call RvB + statutaire directie SNS Bank 4 december 2012 - participatiec redacted	*Document*
01.01.02.03.06.03.17		121211_Notulen RvB 11 december 2012 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.03.18		121218_Notulen RvB 18 december 2012 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.03.19		121221_Notulen RvB 21 december 2012 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.03.20		121227_Notulen RvB 27 december 2012 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.03.21		130103_Notulen RvB 3 januari 2013 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.03.22		130108_Notulen RvB 8 januari 2013 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.03.23		130115_Notulen RvB 15 januari 2013 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.03.24		130117_Notulen RvB 17 januari 2013 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.03.25		130122_Notulen RvB 22 januari 2013 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.03.26		130129_Notulen RvB 29 januari 2013 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.04		**04 Notulen ALCo SNS Reaal**	Folder
01.01.02.03.06.04.01		20120109 4.1.7.1 Notulen_ALCOG 120109 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.04.02		20120123 4.1.7.2 Notulen_ALCOG 120123 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.04.03		20120206 4.1.7.3 Notulen_ALCOG 120206 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.04.04		20120220 4.1.7.4 Notulen_ALCOG 120220 redacted	*Document*

01.01.02.03.06.04.05		20120305 4.1.7.5 Notulen_ALCOG 120305 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.04.06		20120319 4.1.7.6 Notulen_ALCOG 120319 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.04.07		20120402 4.1.7.7 Notulen_ALCOG 120402 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.04.08		20120416 4.1.7.8 Notulen_ALCOG 120416 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.04.09		20120427 4.1.7.9 Notulen_ALCOG 120427 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.04.10		20120530 4.1.7.11 Notulen_ALCOG 120530 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.04.11		20120601 4.1.7.12 Notulen_ALCOG 120601_call marktontwikkelingen redacted	*Document*
01.01.02.03.06.04.12		20120603 4.1.7.13 Notulen_ALCOG 120603_call schatting solvabiliteit redacted	*Document*
01.01.02.03.06.04.13		20120611 4.1.7.14 Notulen_ALCOG 120611 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.04.14		20120625 4.1.7.15 Notulen_ALCOG 120625 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.04.15		20120709 4.1.7.16 Notulen_ALCOG 120709 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.04.16		20120723 4.1.7.17 Notulen_ALCOG 120723 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.04.17		20120806 4.1.7.18 Notulen_ALCOG 120806 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.04.18		20120820 4.1.7.19 Notulen_ALCOG 120820 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.04.19		20120917 4.1.7.20 Notulen_ALCOG 120917 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.04.20		20121001 4.1.7.21 Notulen_ALCOG 121001 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.04.21		20121015 4.1.7.22 Notulen_ALCOG 121015 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.04.22		20121029 4.1.7.23 Notulen_ALCOG 121029 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.04.23		20121112 4.1.7.24 Notulen_ALCOG 121112 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.04.24		20121126 4.1.7.25 Notulen_ALCOG 121126 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.04.25		20121207 4.1.7.26 Notulen_ALCOG 121207 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.04.26		20121221 4.1.7.27 Notulen_ALCOG 121221 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.04.27		20130114 4.1.8.1 01_Notulen_ALCOG 130114 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.04.28		20130128 4.1.8.2 02_Definitieve notulen_ALCO Groep_28 januari 2013 redacted	*Document*

01.01.02.03.06.05		**05 Notulen Directieoverleg SNS Bank**	Folder
01.01.02.03.06.05.01		20120904 1.13.4.10.1.27 8.3.4_Notulen DO SNS Bank 04-09-2012 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.05.02		20120911 1.13.4.10.1.28 8.3.5_Notulen DO SNS Bank 11-09-2012 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.05.03		20120918 1.13.4.10.1.29 8.3.6_Notulen DO SNS Bank 18-09-2012 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.05.04		20120925 1.13.4.10.1.30 8.3.7_Notulen DO SNS Bank 25-09-2012 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.05.05		20121002 1.13.4.11.1.19 8.3.1_Notulen DO SNS Bank 2-10-12 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.05.06		20121009 1.13.4.11.1.20 8.3.2_Notulen DO SNS Bank 9-10-12 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.05.07		20121023 1.13.4.11.1.21 8.3.3_Notulen DO SNS Bank 23-10-12 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.05.08		20121030 1.13.4.11.3.18 7.3.1_Notulen DO SNS Bank 30-10-12 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.05.09		20121106 1.13.4.11.3.19 7.3.2_Notulen DO SNS Bank 06-11-12 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.05.10		20121113 1.13.4.11.3.20 7.3.3_Notulen DO SNS Bank 13-11-12 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.05.11		20121120 1.13.4.12.32 07_3.0_Notulen SNS Bank 20 november 2012 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.05.12		20121127 1.13.4.12.33 07_3.1_Notulen SNS Bank 27 november 2012 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.05.13		20121212 1.13.5.1.1.22 05_2_SNS Bank notulen 12 december 2012 redacted	*Document*
01.01.02.03.06.06		**06 Equity _ ratings analyst reports**	Folder
01.01.02.03.06.06.01		P1.11.1.3.1_Moody's report SNS REAAL 2012 June	*Document*
01.01.02.03.06.06.02		P1.11.1.3.2_Fitch report update SNS REAAL 2012 March	*Document*
01.01.02.03.06.06.03		P1.11.1.3.3_Fitch press release SNS REAAL 2012 June	*Document*
01.01.02.03.06.06.04		P1.11.1.3.4_S_P report SNS REAAL 2012 July	*Document*
01.01.02.03.06.06.05		P2.1.8.2.10_Rating Report Standard _ Poor's concerning SNS REAAL N.V.	*Document*
01.01.02.03.06.06.06		P2.1.8.2.11_Rating Report Moody's Investors Service	*Document*
01.01.02.03.06.06.07		P2.1.8.2.12_Risk Assessment Fitch Ratings	*Document*
01.01.02.03.06.06.08		P2.1.8.2.13_Overview of Credit Ratings Moody's Investors Service concerning REAAL Insurances	*Document*
01.01.02.03.06.06.09		P2.1.8.2.14_Overview of Credit Ratings Moody's Investors Service concerning REAAL Insurances	*Document*
01.01.02.03.06.06.10		P2.1.8.2.15_Overview of Credit Ratings Moody's Investors Service concerning REAAL Insurance	*Document*

01.01.02.03.06.06.11		P2.1.8.2.16 Overview of Credit Ratings Moody's Investors Service concerning REAAL Insurance	*Document*
01.01.02.03.06.06.12		P2.1.8.2.17_Overview of Credit Ratings Moody's Investors Service concerning REAAL Insurance	*Document*
01.01.02.03.06.06.13		P2.1.8.2.18 Analyst Report Standard _ Poor's concerning SNS REAAL Insurance Operations	*Document*
01.01.02.03.06.06.14		P2.1.8.2.1_Overview of Credit Ratings Moody's Investors Service concerning SNS REAAL N.V.	*Document*
01.01.02.03.06.06.15		P2.1.8.2.2_Overview of Credit Ratings Moody's Investors Service concerning SNS REAAL N.V.	*Document*
01.01.02.03.06.06.16		P2.1.8.2.3 Rating Report Fitch Ratings concerning Insurance Activities SNS REAAL N.V.	*Document*
01.01.02.03.06.06.17		P2.1.8.2.4_Risk Assessment Fitch Ratings concerning SNS REAAL Insurance	*Document*
01.01.02.03.06.06.18		P2.1.8.2.5_Rating Report Update Fitch Ratings concerning SNS REAAL N.V.	*Document*
01.01.02.03.06.06.19		P2.1.8.2.6_Risk Assessment Fitch Ratings concerning SNS REAAL	*Document*
01.01.02.03.06.06.20		P2.1.8.2.7_Risk Assessment Fitch Ratings concerning SNS REAAL and SNS Bank	*Document*
01.01.02.03.06.06.21		P2.1.8.2.9_Rating Report Standard _ Poor's concerning SNS REAAL Group Insurance	*Document*
01.01.02.03.06.07		**07 Kapitalisatie- en fundingplan SNS Reaal**	Folder
01.01.02.03.06.07.01		08_2_Kapitalisatie- en Fundingplan 2013 - 2015 - redacted	*Document*
01.01.02.03.06.08		**08 Operationeel Plan 2013-2015 SNS Retail Bank**	Folder
01.01.02.03.06.08.01		121219_SNS RETAIL BANK_OP 2013 - 2015_incl BA Debet_Final	*Document*
01.01.02.03.07		**Ontvangen Informatie Juni 2017**	Folder
01.01.02.03.07.01		**01 Analyses synergy ASR - SNS Reaal**	Folder
01.01.02.03.07.01.01		20120900 P1.9.2.2.14 08_1.6_Update Eiffel - ASR SR transaction structure - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.01.02		20120903 P1.11.7.9.1.5 02_2_Business Case ASR 3 September 2012 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.01.03		20121002 P1.9.2.2.13 08_1.5_Update Eiffel - ASR & SR Waarde en vertrouwen - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.02		**02 Eiffel Status Updates - JP Morgan**	Folder
01.01.02.03.07.02.01		20120810 JPM - Project Eiffel Status Update [1.11.7.8.13] - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.02.02		20120903 JPM - Project Eiffel Status Update [1.11.7.9.1.14] - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.02.03		20121019 JPM - Project Eiffel Status Update [1.11.7.11.1.26] - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.02.04		20121109 JPM - Project Eiffel Status Update [1.11.7.11.3.5] - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.03		**03 Informatie derivatenportefeuille**	Folder
01.01.02.03.07.03.01		20070615 2A1 Productwijzerderivaten versie 15062007(final) - redacted	*Document*

01.01.02.03.07.03.02		20121231 Aanvullende info derivaten PF 2012-12-31 (data) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.03.03		201212XX CW 3 Garantieoverzicht 201212 concept - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.04		**04 Presentatie Goldman Sachs**	Folder
01.01.02.03.07.04.01		20120700 CVC Proposal_Non Life_ Analysis Final - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.05		**05 SREP**	Folder
01.01.02.03.07.05.01		20130122 Brief SNS REAAL aan DNB (22-01-2013) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.06		**06 Uitgewerkte notulen DNB_Minfin**	Folder
01.01.02.03.07.06.01		16.1.1.37 120905_Verslag overleg DNB - RvC 5 september 2012 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.06.02		16.1.1.38 120905_Verslag overleg MinFin 5 september 2012 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.06.03		16.1.1.42 120911_Verslag overleg DNB - SR 11 september 2012 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.06.04		16.1.1.43 120912_Notulen overleg MinFin - DNB - SR 12 september 2012 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.06.05		16.1.1.44 120917_Notulen overleg MinFin - SR 17 september 2012 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.06.06		16.1.1.45 120919_Notulen bespreking DNB inzake APS Structuren 19 september 2012 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.06.07		16.1.1.54 121018_Notulen overleg SR - DNB - grootbanken 18 oktober 2012 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.06.08		16.1.1.55 121023_Notulen overleg MinFin - SR 23 oktober 2012 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.06.09		16.1.1.57 121024_Notulen overleg SR - DNB (disentanglement) 24 oktober 2012 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.06.10		16.1.1.62 121105_Notulen overleg MinFin - SR 5 november 2012 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.06.11		16.1.1.63 121105_Notulen overleg MinFin 5 november 2012 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.06.12		16.1.1.64 121106_Notulen overleg SR - DNB 6 november 2012 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.06.13		16.1.1.66 121109_Verslag gesprek DNB over scenario grootbanken 9 november 2012 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.06.14		16.1.1.68 121113_Verslag overleg DNB - RvC 13 november 2012 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.06.15		16.1.1.71 121115_Verslag overleg DNB - MinFin 15 november 2012 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.06.16		16.1.1.73 121116_Notulen overleg SR - DNB - grootbanken 16 november 2012 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.06.17		16.1.1.76 121121_Verslag overleg DNB over grootbanken voorstel 21 november 2012 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.06.18		16.1.1.77 121122_Notulen overleg SR - DNB - grootbanken 22 november 2012 - redacted	*Document*

01.01.02.03.07.06.19		16.1.1.81 121127_Notulen overleg MinFin - DNB - SR 27 november 2012 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.06.20		16.1.1.95 130114_Verslag overleg DNB - RvC 14 januari 2013 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.06.21		16.1.1.96 130131_Verslag overleg DNB - SR 31 januari 2013 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.06.22		16.1.2.12 130118_Verslag tripartiete overleg MinFin - DNB - SR 18 januari 2013 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.06.23		16.1.2.24 130125_Verslag tripartiete overleg MinFin - DNB - SR 25 januari 2013 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.06.24		16.1.2.9 130116_Notulen overleg MinFin - SR 16 januari 2013 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.07		**07 Notulen directieoverleg REAAL**	Folder
01.01.02.03.07.07.01		130108 definitief verslag DR - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.07.02		130115 Definitief verslag DR - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.07.03		130122 Definitief verslag DR - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.07.04		130129 Definitief verslag DR - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.07.05		20120904 1.13.4.10.1.19 8.1.4_Notulen DO REAAL 04-09-2012 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.07.06		20120918 1.13.4.10.1.20 8.1.5_Notulen DO REAAL 18-09-2012 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.07.07		20120925 1.13.4.10.1.21 8.1.6_Notulen DO REAAL 25-09-2012 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.07.08		20121002 1.13.4.10.2.20 11.1.1_Notulen DO REAAL 2-10-2012 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.07.09		20121009 1.13.4.10.2.21 11.1.2_Notulen DO REAAL 9-10-2012 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.07.10		20121016 1.13.4.11.1.16 8.1.1_Notulen DO REAAL 16-10-12 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.07.11		20121023 1.13.4.11.1.17 8.1.2_Notulen DO REAAL 23-10-12 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.07.12		20121030 1.13.4.11.3.14 7.1.1_Notulen DO REAAL 30-10-12 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.07.13		20121106 1.13.4.11.3.15 7.1.2_Notulen DO REAAL 06-11-12 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.07.14		20121113 1.13.4.11.3.16 7.1.3_Notulen DO REAAL 13-11-12 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.07.15		20121121 1.13.4.12.29 07_1.0_Notulen REAAL 21 november 2012 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.07.16		20121127 1.13.4.12.30 07_1.1_Notulen REAAL 27 november 2012 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.07.17		20121204 1.13.5.1.1.20 05_1.1_REAAL notulen 4 december 2012 - redacted	*Document*

01.01.02.03.07.07.18		20121211 1.13.5.1.1.21 05_1.2_REAAL notulen 11 december 2012 - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.08		**08 Correspondentie DNB**	Folder
01.01.02.03.07.08.01		20120524 Brief DNB aan SNS Bank inzake stresstest - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.08.02		20121001 Reactie DNB op stresstest raamwerk SNS Bank - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.09		**09 Participatiecertificaten**	Folder
01.01.02.03.07.09.01		01 K799_120907 PPC2 _Verzoek tot aflossing PPC2 - vvgb (getekend)(1.209) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.09.02		02 K799_120907_PPC2 - Verzoek tot aflossing PPC2 (getekend)(1.216) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.09.03		03 K799_120907_PPC2 - Verzoek tot aflossing PPC2 - Bijlage 2a(1.211) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.09.04		04 K799_120907_PPC2 - Verzoek tot aflossing PPC2 - Bijlage 4(1.215) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.09.05		05 10.9.25 121204_SNS Bank - reactie op vvgb verzoek tranche 2 participatiecertificaten - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.10		**10 Presentatie SNS REAAL-DNB 31 januari 2013**	Folder
01.01.02.03.07.10.01		2013-01-31 DNB Presentatie SNS REAAL FINAAL - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.11		**11 Presentaties SNS REAAL**	Folder
01.01.02.03.07.11.01		20120608 Update Eiffel - Scenario 4 (PL 1.9.2.20.2 03_1.2_) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.11.02		20120709 Update Eiffel - Week 28 (PL 1.9.2.17.13 08_3_) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.11.03		20120713 Update Eiffel - Week 29 (1.9.2.30.16 08_1_) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.11.04		20120727 Update Eiffel - Week 31 (PL 1.9.2.30.22 120727_) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.11.05		20120803 Update Eiffel - Week 32 (PL 1.9.2.10.36 10_2_) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.11.06		20120810 Update Eiffel - Week 33 (PL 1.9.2.23.7) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.11.07		20120817 Update Eiffel - Week 34 (PL 1.9.2.36.3 05_) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.11.08		20120831 Update Eiffel - Week 36 (PL 1.9.2.6.4 07_1.2_) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.11.09		20120900 Update Eiffel - ASR SR transaction structure (P1.9.2.2.14 08_1.6_) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.11.10		20120907 Update Eiffel - Week 37 (PL 1.9.2.19.15 07_2.2_) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.11.11		20120921 Update Eiffel - Week 38 (PL 1.9.2.46.8 07_1.1_) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.11.12		20120924 Update Eiffel (PL 1.11.7.9.2.5) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.11.13		20120928 Update Eiffel - APS Term Sheets (PL 1.9.2.2.11 08_1.3_) - redacted	*Document*

01.01.02.03.07.11.14		20120928 Update Eiffel - Equity raise options (1.9.2.2.12 08_1.4_) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.11.15		20120928 Update Eiffel - Week 40 (PL 1.9.2.2.10 08_1.2_) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.11.16		20121009 Update Eiffel week 41 (PL1.9.2.14.22 08_2_) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.11.17		20121023 Update Eiffel - Week 43 (PL 1.9.2.39.9 05_2_) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.11.18		20121030 Update Eiffel - Week 44 (PL 1.9.2.56.22 10_1.2_) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.11.19		20121106 Update Eiffel - week 45 (PL 1.9.2.9.13 07_1.2_) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.11.20		20121108 Update Eiffel - RvC_Summary of the current scenarios and (PL 1.11.7.11.1.15) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.11.21		20121113 Project Eiffel - week 46 (PL 1.9.2.22.17 08_1.2_) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.11.22		20121120 Update Eiffel week 47 (PL 1.9.2.35.7 05_2_) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.11.23		20121127 Project Eiffel - week 48 (PL 1.9.2.50.11 08_2_) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.11.24		20121203 Presentatie update Eiffel (PL 6.13.2.6) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.11.25		20121204 Project Eiffel update Week 49 (PL 1.9.2.5.31 09_1.2_) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.11.26		20121211 Update Eiffel - week 50 (PL 1.9.2.18.10 06_2.2_) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.11.27		20121212 - statusupdate Eiffel 12-12-12 (PL 6.3.7) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.11.28		20121218 Update Eiffel - week 51 (1.9.2.31.21 08_1.2_) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.11.29		20130108 Update Project Eiffel week 01 (PL 1.9.3.1.15 06_2_) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.11.30		20130124 Update Eiffel 24 januari 2013 (PL1.11.8.1.4.1) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.11.31		20130129 Project Eiffel - week 04 (PL 1.9.3.5.13 08_2.2_) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.12		**12 Notulen directieoverleg PF**	Folder
01.01.02.03.07.12.01		20120914 5.5.1.141 9.5.1.141 Notulen Directieoverleg SNSPF 141 (14-09-2012) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.12.02		20120927 5.5.1.142 9.5.1.142 Notulen Directieoverleg SNSPF 142 (27-09-2012) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.12.03		20121011 5.5.1.143 9.5.1.143 Notulen Directieoverleg SNSPF 143 (11-10-2012) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.12.04		20121025 5.5.1.144 9.5.1.144 Notulen Directieoverleg SNSPF 144 (25-10-2012) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.12.05		20121108 5.5.1.145 9.5.1.145 Notulen Directieoverleg SNSPF 145 (08-11-2012) - redacted	*Document*

01.01.02.03.07.12.06		20121121 5.5.1.146 9.5.1.146 Notulen Directieoverleg SNSPF 146 (21-11-2012) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.12.07		20121207 5.5.1.147 9.5.1.147 Notulen Directieoverleg SNSPF 147 (07-12-2012) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.12.08		201212205.5.1.148 9.5.1.148 Notulen Directieoverleg SNSPF 148 (20-12-2012) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.12.09		20130110 5.5.1.149 9.5.1.149 Notulen Directieoverleg SNSPF 149 (10-01-2013) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.12.10		20130117 5.5.1.150 9.5.1.150 Notulen Directieoverleg SNSPF 150 (17-01-2013) - redacted	*Document*
01.01.02.03.07.12.11		20130131 5.5.1.151 9.5.1.151 Notulen Directieoverleg SNSPF 151 (31-01-2013) - redacted	*Document*
01.01.02.03.08		**Ontvangen Informatie Juli 2017**	Folder
01.01.02.03.08.01		**01 Strategiedocumenten REAAL**	Folder
01.01.02.03.08.01.01		20121105 Financieel rapport_05112012-redacted	*Document*
01.01.02.03.08.01.02		20121105 Strategisch rapport_05112012-redacted	*Document*
01.01.02.03.08.01.03		20121129 Zwitserleven OP 2013-2015 v2.1-redacted	*Document*
01.01.02.03.08.02		**02 SNS Asset Mngmt - mngmt rapportages**	Folder
01.01.02.03.08.02.01		20120210 SAM 04Q2011-redacted	*Document*
01.01.02.03.08.02.02		20130212 QBR SAM 04Q2012 130201-redacted	*Document*
01.01.02.03.08.02.03		20140210 QBR SNSAM 04Q2013 LDG-redacted	*Document*
01.01.02.03.08.03		**03 Informatie double leverage**	Folder
01.01.02.03.08.03.01		Double Leverage Groep	*Document*
01.01.02.03.08.04		**04 Analyses voorz. t.a.v. Hypotheek SNS Bank**	Folder
01.01.02.03.08.04.01		20120402 PL1.9.2.3.21 06_2.5_Moody's directie SNS Bank - impactanalyse notificatie hypotheken_vRvB-redacted	*Document*
01.01.02.03.08.04.02		20120612 1.9.2.20.6 04_1.3_Business Review SNS Bank - Hypotheken - redacted	*Document*
01.01.02.03.08.04.03		20121120 P11.1.62 K191_Questions and answers SNS mortgage 2012 November 20(1.62)-redacted	*Document*
01.01.02.03.08.04.04		20121122 P11.2.8 121122 Project Eiffel - Mortgage Session vFinal(2.8)-redacted	*Document*
01.01.02.03.08.04.05		20121130 Mortgage Loan Business and Portfolio Report - FINAL DRAFT-redacted	*Document*
01.01.02.03.08.04.06		20121212 P11.2.17 121212 Additional Questions Deepdive Mortgage & Risk Management vFinal(2.17)-redacted	*Document*
01.01.02.03.08.04.07		20121212 P11.2.18 121212 Deepdive Mortgage & Risk Management vFinal(2.18)-redacted	*Document*
01.01.02.03.08.04.08		20121218 1.9.2.31.19 07_Aanpak hypotheekportefeuille - redacted	*Document*

01.01.02.03.08.04.09		20130114 P11.1.236 K819_Question 5_mortgage_vfinal130114(1.236)-redacted	*Document*
01.01.02.03.08.05		**05 Rapportages PF**	Folder
01.01.02.03.08.05.01		MBR PF 03-2013 - redacted	*Document*
01.01.02.03.08.05.02		MBR PF 06-2013 - redacted	*Document*
01.01.02.03.08.05.03		MBR PF 09-2013 definitief - redacted	*Document*
01.01.02.03.08.05.04		MBR PF 12-2013 - redacted	*Document*
01.01.02.03.09		**Ontvangen Informatie Augustus 2017**	Folder
01.01.02.03.09.01		Fin Rap 2013-01 [saldibalans SNS REAAL per 31-01-13]	*Document*
01.01.02.03.10		**Ontvangen Informatie November 2017**	Folder
01.01.02.03.10.01		AMLT-2040640-v1-Call_EC_Redacted	*Document*
01.01.02.03.10.02		AMLT-2040643-v1-Fw_Mercurius_Redacted_1	*Document*
01.01.02.03.10.03		AMLT-2044070-v1-20130110_-_PSP_Alternative_-_v2	*Document*
01.01.02.03.10.04		AMLT-2044111-v1-FW_Mercurius(1)_Redacted	*Document*
01.01.02.03.10.05		05_02_3_Meerjarenplan Beleggingen 2013-2015-redacted	*Document*
01.01.02.03.10.06		07_3.1_120907 Draaiboek Noodscenario vSent-redacted	*Document*
01.01.02.03.10.07		10.0.19 120507_Brief SREP – ICAAP SNS Bank 2011-redacted	*Document*
01.01.02.03.10.08		120803_Rapportage juni-2012 BU SNS Bank_DEFINITIEF - redacted	*Document*
01.01.02.03.10.09		120815 Option 3-4-7 v4_vFinal-redacted	*Document*
01.01.02.03.10.10		121212 Additional Questions Deepdive Mortgage _ Risk Manage - redacted	*Document*
01.01.02.03.10.11		130201_Rapportage dec-2012 BU SNS Bank_CONCEPT - redacted	*Document*
01.01.02.03.10.12		20101207 SREP Brief 2010-redacted	*Document*
01.01.02.03.10.13		20120614 Liberty – Non-binding offer-redacted	*Document*
01.01.02.03.10.14		20120831 Email re Suggestions Scope-redacted	*Document*
01.01.02.03.10.15		20130131 Mail ABN AMRO re Commitment-redacted	*Document*
01.01.02.03.10.16		20130131 Mail ING re Commitment-redacted	*Document*
01.01.02.03.10.17		20130131 Mail Rabobank re Commitment-redacted	*Document*
01.01.02.03.10.18		20131213 - ORSA 2013 tbv RvB-redacted	*Document*
01.01.02.03.10.19		cb_investor_report_2013-02-redacted	*Document*
01.01.02.03.10.20		LTRO 20130131-redacted	*Document*
01.01.02.03.10.21		LTRO – DNB tickets-redacted	*Document*
01.01.02.03.10.22		ORSA Light 151-redacted	*Document*
01.01.02.03.10.23		ORSA2011 20110815 v0.23-redacted	*Document*
01.01.02.03.10.24		SAL-CON-JAARREK JAN-13 V3 10-05-2013-redacted	*Document*
01.01.02.03.10.25		VNB WIBA Reaal Leven-redacted	*Document*
01.01.02.03.10.26		RpHBI008_2012(Definitief) - redacted	*Document*
01.01.02.03.10.27		Creditsaldi en aantallen per 31-12-2012_Redacted	*Document*
01.01.02.03.11		**Ontvangen Informatie Maart 2018**	Folder

01.01.02.03.11.01		Correspondentie en akte van verpanding t.b.v. saldocompensatie en renteïntegratie Hooge Huys - SNS B	*Document*
01.01.02.03.11.02		SNS akte van verpanding t.b.v. saldocompensatie en renteïntegratie REAAL Schadeverzekeringen NV 2010 - redacted	*Document*
01.01.02.03.11.03		SNS akte van verpanding t.b.v. saldocompensatie en renteïntegratie REAAL Levensverzekeringen 2011 - redacted	*Document*
01.01.02.03.11.04		SNS akte van verpanding t.b.v. saldocompensatie en renteïntegratie REAAL Levensverzekeringen en Proteq Levensverzekeringen 2006 - redacted	*Document*
01.01.02.03.11.05		SNS akte van verpanding t.b.v. saldocompensatie en renteïntegratie REAAL Levensverzekeringen NV 2007 - redacted	*Document*
01.01.02.03.11.06		SNS akte van verpanding t.b.v. saldocompensatie en renteïntegratie REAAL Levensverzekeringen NV 2010 - redacted	*Document*
01.01.02.03.11.07		SNS akte van verpanding t.b.v. saldocompensatie en renteïntegratie REAAL Schadeverzekeringen NV 2012 - redacted	*Document*
01.01.02.04		**Overig**	Folder
01.01.01.02.01		**The Breeding Swan EUROPOLIS NV**	Folder
01.01.01.02.01.01		**Communicatie en Verklaringen [VV]**	Folder
01.01.01.02.01.01.01		burg. van Aartsen	*Document*
01.01.01.02.01.01.02		DNB Klaas Knot	*Document*
01.01.01.02.01.01.03		Gespreksverslag (1)	*Document*
01.01.01.02.01.01.04		Verklaring 29 september 2012 [VV]	*Document*
01.01.01.02.01.02		**Hoge Raad Documenten**	Folder
01.01.01.02.01.02.01		bf aan [VV]	*Document*
01.01.01.02.01.02.02		bs [VV] SRH	*Document*
01.01.01.02.01.02.03		bs [VV] Staat	*Document*
01.01.01.02.01.02.04		[VV] SRH (cassatie)	*Document*
01.01.01.02.01.02.05		[VV] Staat (cassatie)	*Document*
01.01.01.02.01.02.06		HOGE RAAD DER NEDERLANDEN 18 OKTOBER 2015	*Document*
01.01.01.02.01.02.07		HOGE RAAD DER NEDERLANDEN 24 oktober 2015	*Document*
01.01.01.02.01.02.08		HOGE RAAD DER NEDERLANDEN 26 oktober 2015	*Document*
01.01.01.02.01.02.09		Verklaring 29 september 2012 [VV]	*Document*
01.01.03		**Processtukken**	Folder
01.01.03.01		**1. OK - RONDE 1 - [BUNDELS 1 tm 8]**	Folder
01.01.03.01.01		**01. Verzoek tot vaststelling schadeloosstelling**	Folder

01.01.03.01.01.01		1. Verzoek tot vaststelling schadeloosstelling - 1-7	*Document*
01.01.03.01.01.02		1. Verzoek tot vaststelling schadeloosstelling - 36-38	*Document*
01.01.03.01.01.03		1. Verzoek tot vaststelling schadeloosstelling - 8-35	*Document*
01.01.03.01.02		**02. Verweerschriften d.d. 3 april**	Folder
01.01.03.01.02.01		2. A. Vereniging VEB NCVB c.s. – Verweerschrift	*Document*
01.01.03.01.02.02		2. B. Stichting Beheer SNS REAAL - Verweerschrift	*Document*
01.01.03.01.02.03		2. C. BNP Paribas Fund III NV c.s. – Verweerschrift - part 1	*Document*
01.01.03.01.02.04		2. C. BNP Paribas Fund III NV c.s. – Verweerschrift - part 2	*Document*
01.01.03.01.02.05		2. D. Maatschap Convertentie c.s. – Verweerschrift 02 april 2013	*Document*
01.01.03.01.02.06		2. D. Maatschap Convertentie c.s. – Verweerschrift 02 april 2013 - Part 2	*Document*
01.01.03.01.02.07		2. E. Federatie Nederlandse Vakbeweging (FNV) – Verweerschrift - part 1	*Document*
01.01.03.01.02.08		2. E. Federatie Nederlandse Vakbeweging (FNV) – Verweerschrift - part 2	*Document*
01.01.03.01.02.09		2. F. Aviva Vie S.A. c.s. – Verweerschrift - part 1	*Document*
01.01.03.01.02.10		2. F. Aviva Vie S.A. c.s. – Verweerschrift - part 2	*Document*
01.01.03.01.02.11		2. F. Aviva Vie S.A. c.s. – Verweerschrift - part 3	*Document*
01.01.03.01.02.12		2. G. Brigade Distressed Value Master Fund Ltd. c.s. – Verweerschrift	*Document*
01.01.03.01.02.13		2. H. Alpha Value Management Italy Ltd c.s. – Verweerschrift - part 1	*Document*
01.01.03.01.02.14		2. H. Alpha Value Management Italy Ltd c.s. – Verweerschrift - part 2	*Document*
01.01.03.01.02.15		2. I. Unipol Assicurazioni S.p.A. c.s. – Verweerschrift	*Document*
01.01.03.01.02.16		2. J. Intégrale Gemeenschappelijke Verzekeringskas – Verweerschrift - part 1	*Document*
01.01.03.01.02.17		2. J. Intégrale Gemeenschappelijke Verzekeringskas – Verweerschrift - part 2	*Document*
01.01.03.01.02.18		2. J. Intégrale Gemeenschappelijke Verzekeringskas – Verweerschrift - part 3	*Document*
01.01.03.01.02.19		2. K. Turfmij B.V. c.s. – Verweerschrift	*Document*
01.01.03.01.02.20		2. L. Andalusian Global Limited – Verweerschrift	*Document*
01.01.03.01.02.21		2. M. CCP Credit Acquisition Holdings Luxco Sarl c.s. – Verweerschrift	*Document*
01.01.03.01.02.22		2. N. Beleggingsclub ’t Stockpaert c.s. – Verweerschrift d.d. 28 maart 2013	*Document*
01.01.03.01.02.23		2. O. Hof Hoorneman Bankiers N.V. – Verweerschrift	*Document*
01.01.03.01.02.24		2. P. UBI Pramerica SGR S.p.A. c.s. – Verweerschrift	*Document*
01.01.03.01.02.25		2. Q. Stichting Compensatie SNS Participatie Certificaten c.s. – Verweerschrift - part 1	*Document*
01.01.03.01.02.26		2. Q. Stichting Compensatie SNS Participatie Certificaten c.s. – Verweerschrift - part 2	*Document*
01.01.03.01.02.27		2. [BB] – Verweerschrift	*Document*
01.01.03.01.02.28		2. [CC] - Verweerschrift	*Document*
01.01.03.01.02.29		2. [DD] – Verweerschrift d.d. 29 maart 2013	*Document*

01.01.03.01.02.30		2. U. St. Meldpunt Collectief Onrecht c.s. – Verweerschrift d.d. 5 april 2013	*Document*
01.01.03.01.02.31		2. V. [EE] – Verweerschrift	*Document*
01.01.03.01.02.32		2. W. [FF] EN [GG] – Verweerschrift	*Document*
01.01.03.01.02.33		2. X. [HH] – Verweerschrift	*Document*
01.01.03.01.02.34		2. Y. [LL] – Verweerschrift	*Document*
01.01.03.01.02.35		2. S. [CC] - Verweerschrift - Part 2	*Document*
01.01.03.01.03		**03. Pleitnotities d.d. 22 en 23 april 2013**	Folder
01.01.03.01.03.01		3. A. Minister van Financiën – Pleitnotitie	*Document*
01.01.03.01.03.02		3. B. Vereniging VEB NCVB c.s. – Pleitnotitie	*Document*
01.01.03.01.03.03		3. C. Stichting Beheer SNS REAAL – Pleitnotitie	*Document*
01.01.03.01.03.04		3. D. BNP Paribas Fund III NV c.s. – Pleitnotitie - part 1	*Document*
01.01.03.01.03.05		3. D. BNP Paribas Fund III NV c.s. – Pleitnotitie - part 2	*Document*
01.01.03.01.03.06		3. D. BNP Paribas Fund III NV c.s. – Pleitnotitie - part 3	*Document*
01.01.03.01.03.08		3. E. Maatschap Convertentie c.s. – Pleitnotitie	*Document*
01.01.03.01.03.09		3. F. Federatie Nederlandse Vakbeweging (FNV) – Pleitnotitie	*Document*
01.01.03.01.03.10		3. G. Aviva Vie S.A. c.s. – Pleitnotitie - part 1	*Document*
01.01.03.01.03.11		3. H. Brigade Distressed Value Master Fund Ltd. c.s. – Pleitnotitie	*Document*
01.01.03.01.03.12		3. I. Alpha Value Management Italy Ltd c.s. - Pleitnotitie	*Document*
01.01.03.01.03.14		3. J. Unipol Assicurazioni S.p.A. c.s. – Pleitnotitie	*Document*
01.01.03.01.03.15		3. K. Intégrale Gemeenschappelijke Verzekeringskas – Pleitnotitie	*Document*
01.01.03.01.03.16		3. L. Turfmij B.V. c.s. – Pleitnotitie	*Document*
01.01.03.01.03.17		3. M. Andalusian Global Limited – Pleitnotitie	*Document*
01.01.03.01.03.20		3. N. CCP Credit Acquisition Holdings Luxco Sarl c.s. – Pleitnotitie	*Document*
01.01.03.01.03.21		3. O. Beleggingsclub ’t Stockpaert c.s. – Pleitnotitie	*Document*
01.01.03.01.03.22		3. P. UBI Pramerica SGR S.p.A. c.s. – Pleitnotitie	*Document*
01.01.03.01.03.23		3. Q. Stichting Compensatie SNS Participatie Certificaten c.s. – Pleitnotitie	*Document*
01.01.03.01.03.28		3. A. Part 2 - Minister van Financiën - Repliek	*Document*
01.01.03.01.03.30		3. Q. Part 2 - St. Comp. SNS Participatie Certificaten c.s. – Aanvulling	*Document*
01.01.03.01.04		**04. Proces-verbaal d.d. 22 en 23 april 2013**	Folder
01.01.03.01.04.01		4. Proces-verbaal	*Document*
01.01.03.01.05		**05. Tussenbeschikking d.d. 11 juli 2013**	Folder
01.01.03.01.05.01		5. Tussenbeschikking	*Document*
01.01.03.02		**2. HR - [BUNDEL 9]**	Folder
01.01.03.02.01		**06. Verzoekschrift in cassatie d.d. 9 oktober 2013**	Folder
01.01.03.02.01.01		6. Verzoekschrift in cassatie (Minister van Financiën)	*Document*
01.01.03.02.02		**07. Verweerschriften en incidentele beroepen d.d. 23 januari 2014**	Folder
01.01.03.02.02.01		7. A. Vereniging VEB NCVB I c.s. – Verweerschrift	*Document*
01.01.03.02.02.02		7. B. Vereniging VEB NCVB II c.s. – Aanvulling op verweerschrift	*Document*
01.01.03.02.02.03		7. C. Stichting Beheer SNS REAAL – Verweerschrift	*Document*
01.01.03.02.02.04		7. D. Maatschap Convertentie c.s. – Verweerschrift	*Document*

01.01.03.02.02.05		7. E. Brigade Distressed Value Master Fund Ltd c.s. – Verweerschrift	*Document*
01.01.03.02.02.06		7. F. CCP Credit Acquisition Holdings Luxco Sarl c.s. – Verweerschrift	*Document*
01.01.03.02.02.07		7. G. St. Compensatie SNS Participatie Certificaten c.s. – Verweerschrift	*Document*
01.01.03.02.02.08		7. H. [DD] – Verweerschrift	*Document*
01.01.03.02.02.09		7. I. [UU] - Verweerschrift	*Document*
01.01.03.02.03		**08. Verweerschrift in de incidentele cassatieber. d.d. 7 mei 2014**	Folder
01.01.03.02.03.01		8. Verweerschrift in de incidentele cassatieberoepen (Minister van Financiën)	*Document*
01.01.03.02.04		**09. Akte in het incidentele cassatieberoep d.d.6 juni 2014**	Folder
01.01.03.02.04.01		9. CCP Credit Acquisition Holdings Luxco Sarl c.s.	*Document*
01.01.03.02.05		**10. Antwoordakte in het incidentele cassatieber. d.d. 20 juni 2014**	Folder
01.01.03.02.05.01		10. Antwoordakte in het incidentele cassatieberoep (Minister van Financiën)	*Document*
01.01.03.02.06		**11. Conclusie A-G d.d. 10 oktober 2014**	Folder
01.01.03.02.06.01		11. Conclusie A-G d.d. 10 oktober 2014	*Document*
01.01.03.02.07		**12. Borgersbrieven**	Folder
01.01.03.02.07.01		12. A. Minister van Financiën – Borgersbrief – d.d. 7 november 2014	*Document*
01.01.03.02.07.02		12. B. Vereniging VEB NCVB c.s. – Borgersbrief – d.d. 7 november 2014	*Document*
01.01.03.02.07.03		12. C. Stichting Beheer SNS REAAL – Borgersbrief – d.d. 7 november 2014	*Document*
01.01.03.02.07.04		12. D. Maatschap Convertentie c.s. – Borgersbrief – d.d. 5 november 2014	*Document*
01.01.03.02.07.05		12. E. Brigade Distressed Value Master Fund Ltd c.s. – Borgersbrief – d.d 7 november 2014	*Document*
01.01.03.02.07.06		12. F. St. Compensatie SNS Participatie Certificaten c.s. – Borgersbrief – d.d. 6 november 2014	*Document*
01.01.03.02.07.07		12. [UU] – Borgersbrief – d.d. 5 november 2014	*Document*
01.01.03.02.08		**13. Beschikking Hoge Raad d.d. 20 maart 2015**	Folder
01.01.03.02.08.01		13. Beschikking Hoge Raad d.d. 20 maart 2015	*Document*
01.01.03.03		**3. OK - RONDE 2 - [BUNDELS 10 tm 12]**	Folder
01.01.03.03.01		**14. Akte na cassatie en verwijzing d.d. 8 juni 2015**	Folder
01.01.03.03.01.01		14. Akte na cassatie en verwijzing (Minister van Financiën)	*Document*
01.01.03.03.01.02		14. Akte na cassatie en verwijzing (Minister van Financiën) - 39-40	*Document*
01.01.03.03.01.03		14. Akte na cassatie en verwijzing (Minister van Financiën) - 41-46	*Document*
01.01.03.03.01.04		14. Akte na cassatie en verwijzing (Minister van Financiën) - 47	*Document*
01.01.03.03.02		**15. Antwoordaktes na cassatie en verwijzing**	Folder
01.01.03.03.02.01		15. A. Vereniging VEB NCVB c.s. – Antwoordakte d.d. 24 augustus 2015	*Document*
01.01.03.03.02.02		15. B. Stichting Beheer SNS REAAL – Antwoordakte d.d. 24 augustus 2015	*Document*

01.01.03.03.02.03		15. C. BNP Paribas Fund III NV c.s. – Antwoordakte d.d. 24 augustus 2015	*Document*
01.01.03.03.02.04		15. D. Maatschap Convertentie c.s. – Antwoordakte d.d. 21 augustus 2015	*Document*
01.01.03.03.02.05		15. E. Federatie Nederlandse Vakbeweging – Antwoordakte d.d. 24 augustus 2015	*Document*
01.01.03.03.02.06		15. F. Aviva Vie S.A. c.s. – Antwoordakte d.d. 24 augustus 2015	*Document*
01.01.03.03.02.07		15. I. Alpha Value Management Italy Ltd c.s. – Antwoordakte d.d. 24 augustus 2015	*Document*
01.01.03.03.02.08		15. K. Turfmij B.V. c.s. – Antwoordakte d.d. 24 augustus 2015	*Document*
01.01.03.03.02.09		15. L. Andalusian Global Limited – Antwoordakte d.d. 24 augustus 2015	*Document*
01.01.03.03.02.10		15. N. Beleggingsclub 't Stockpaert c.s. – Antwoordakte d.d. 24 augustus 2015	*Document*
01.01.03.03.02.11		15. O. UBI Pramerica SGR S.p.A. c.s. – Antwoordakte d.d. 24 augustus 2015	*Document*
01.01.03.03.02.12		15. Q. [BB] –Akte na cassatie d.d. 24 augustus 2015	*Document*
01.01.03.03.02.13		15. R. [CC] – Antwoordakte d.d. 24 augustus 2015	*Document*
01.01.03.03.02.14		15. S. [DD] – Antwoordakte d.d. 24 augustus 2015	*Document*
01.01.03.03.02.15		15. T. [FF] en [GG]– Antwoordakte d.d. 24 augustus 2015	*Document*
01.01.03.03.02.16		15. U. [HH] – Antwoordakte d.d. 24 augustus 2015	*Document*
01.01.03.03.02.17		15. V. [UU] - Antwoordakte d.d. 7 augustus 2015	*Document*
01.01.03.03.02.18		15. G. [LL] - Brief d.d. 25 augustus 2015	*Document*
01.01.03.03.02.19		15. H. Brigade Distressed Value Master Fund Ltd. c.s. – Antwoordakte d.d. 24 augustus 2015	*Document*
01.01.03.03.03		**16. Aanvullende producties van [UU]**	Folder
01.01.03.03.03.01		16. Aanvullende producties van [UU] 16 september 2015	*Document*
01.01.03.03.03.02		16. Aanvullende producties van [UU] 4 september 2015	*Document*
01.01.03.03.04		**17. Pleitnotities d.d. 1 oktober 2015**	Folder
01.01.03.03.04.01		17. A. Minister van Financiën – Pleitnotitie	*Document*
01.01.03.03.04.02		17. B. Vereniging VEB NCVB c.s. – Pleitnotitie	*Document*
01.01.03.03.04.03		17. C. Maatschap Convertentie c.s. – Pleitnotitie	*Document*
01.01.03.03.04.04		17. D. Brigade Distressed Value Master Fund Ltd. c.s. – Pleitnotitie	*Document*
01.01.03.03.04.05		17. Dhr. [VV] – Pleitnotitie	*Document*
01.01.03.03.04.06		17. Dhr. [SS] - Pleitnotitie	*Document*
01.01.03.03.04.07		17. E. [UU]– Pleitnotitie	*Document*
01.01.03.03.05		**18. Beschikking d.d. 26 februari 2016**	Folder
01.01.03.03.05.01		Beschikking d.d. 26 februari 2016	*Document*
01.01.03.04		**4. Beschikking OK 16-8-16**	Folder
01.01.03.04.01		SNS REAAL N.V. en SNS Bank N.V. bes. 16-08-16	*Document*
01.01.04		**Interview**	Folder
01.01.04.01		**ABN**	Folder
01.01.04.01.01		**Gespreksverslag**	Folder

01.01.04.01.01.01		Grootbanken ABNA Interview verslag 24012017 Final	*Document*
01.01.04.02		**ASR**	Folder
01.01.04.02.01		**Gespreksverslag**	Folder
01.01.04.02.01.01		ASR Interview verslag Jos Baeten 23012017 Final	*Document*
01.01.04.02.01.02		ASR Interview verslag Kick van der Pol 06022017 Final	*Document*
01.01.04.02.02		**Ontvangen informatie**	Folder
01.01.04.02.02.01		01.01.04.02.02.01 120704 Specht - Meeting Specht	*Document*
01.01.04.02.02.02		01.01.04.02.02.02 121214 Voorstel Uil def	*Document*
01.01.04.02.02.03		01.01.04.02.02.03 121219 brief van MinFin inzake voorstel SNS Reaal dd 1	*Document*
01.01.04.02.02.04		01.01.04.02.02.04 Alternatief voorstel ASR voor MinFin	*Document*
01.01.04.02.02.05		01.01.04.02.02.05 Reactie MinFin voorstel ASR	*Document*
01.01.04.03		**CVC**	Folder
01.01.04.03.01		**Gespreksverslag**	Folder
01.01.04.03.01.01		CVC Interview verslag 22112016 Final	*Document*
01.01.04.03.01.02		CVC_BasBecks_Formeel Interview 19092017	*Document*
01.01.04.03.02		**Ontvangen informatie**	Folder
01.01.04.03.02.01		1.1 130123_Project Bergkamp_vFinal	*Document*
01.01.04.03.02.02		1.2 130130_Project Bergkamp_vFinal	*Document*
01.01.04.03.02.03		130131_Final CVC Heads of Terms_v Final	*Document*
01.01.04.03.02.04		Document request list_including follow up_vSEND	*Document*
01.01.04.03.02.05		Document request list_vSEND	*Document*
01.01.04.04		**CW**	Folder
01.01.04.04.01		**Gespreksverslag**	Folder
01.01.04.04.01.01		CW Interview verslag 2 - 02042017 Final	*Document*
01.01.04.04.01.02		CW Interview verslag 7122016 Final	*Document*
01.01.04.05		**DNB**	Folder
01.01.04.05.01		**Gespreksverslag**	Folder
01.01.04.05.01.01		DNBInterviewverslag02022017(finaleversiet.b.vdataroom)	*Document*
01.01.04.05.02		**Ontvangen informatie**	Folder
01.01.04.05.02.01		e-mail d.d.12 mei 2017	*Document*
01.01.04.06		**EC**	Folder
01.01.04.06.01		**Gespreksverslag**	Folder
01.01.04.06.01.01		EC DG Mededinging Interview verslag 09032017 Final	*Document*
01.01.04.07		**EY**	Folder
01.01.04.07.01		**Gespreksverslag**	Folder
01.01.04.07.01.01		EY interview minutes 15032017_Final	*Document*
01.01.04.08		**GoldmanSachs**	Folder
01.01.04.08.01		**Gespreksverslag**	Folder
01.01.04.08.01.01		Goldman Sachs interview minutes 08032017 Final	*Document*
01.01.04.09		**Grootbanken**	Folder
01.01.04.09.01		**Gespreksverslag**	Folder
01.01.04.09.01.01		Grootbanken Interview verslag 08122016 Final	*Document*

01.01.04.10		**ING**	Folder
01.01.04.10.01		**Gespreksverslag**	Folder
01.01.04.10.01.01		Grootbanken ING Interview verslag 24012017 Final	*Document*
01.01.04.11		**JPM**	Folder
01.01.04.11.01		**Gespreksverslag**	Folder
01.01.04.11.01.01		JPM interview minutes 09052017	*Document*
01.01.04.12		**KPMG**	Folder
01.01.04.12.01		**Gespreksverslag**	Folder
01.01.04.12.01.01		KPMG Interview verslag 21122016 Final	*Document*
01.01.04.12.02		**Ontvangen informatie**	Folder
01.01.04.12.02.01		20161110 SRH ontheffing geheimhouding	*Document*
01.01.04.12.02.02		2016119 SNS Bank ontheffing geheimhouding	*Document*
01.01.04.12.02.03		Brief Continuiteit SNS REAAL N.V. 29112012	*Document*
01.01.04.13		**MinFin**	Folder
01.01.04.13.01		**Gespreksverslag**	Folder
01.01.04.13.01.01		MinFin Interview verslag 24112016 Final	*Document*
01.01.04.13.01.02		MinFin Interview verslag-2 16022017 Final	*Document*
01.01.04.13.01.03		Minister Interview verslag 23022017 Final	*Document*
01.01.04.13.02		**Ontvangen informatie**	Folder
01.01.04.13.02.01		130121 Final Mercurius response letter to Ministry of Finance	*Document*
01.01.04.13.02.02		2013.02.22 - Project Mercurius - Memo	*Document*
01.01.04.13.02.03		2016 SRH rapport definitief met bijlage	*Document*
01.01.04.13.02.04		25. Verzoekschrift ondernemingskamer vaststelling schadeloosstelling (04...	*Document*
01.01.04.13.02.05		4.a Notitie 3112013	*Document*
01.01.04.13.02.06		Capital and Funding need Mercurius Group	*Document*
01.01.04.13.02.07		Effect resolutieheffing op bancaire kredietverlening	*Document*
01.01.04.13.02.08		liniaalvoorexperts	*Document*
01.01.04.13.02.09		notitie resolutieheffing minister	*Document*
01.01.04.13.02.10		Project Rhodes - Final Report (26-September-2013) (2)	*Document*
01.01.04.13.02.11		RE SNS Schadeloosstellingszaak OK - CW documenten (0050797-0000066)	*Document*
01.01.04.13.02.12		Scanned from a Multifunction Device	*Document*
01.01.04.13.02.13		Working plan SNS Reaal	*Document*
01.01.04.14		**Morgan Stanley**	Folder
01.01.04.14.01		**Gespreksverslag**	Folder
01.01.04.14.01.01		Morgan Stanley Interview verslag15022017 Final	*Document*
01.01.04.15		**NLFI**	Folder
01.01.04.15.01		**Gespreksverslag**	Folder
01.01.04.15.01.01		NLFI Interview verslag 14122016 Final	*Document*
01.01.04.15.02		**Ontvangen informatie**	Folder
01.01.04.15.02.01		121213 - Brief NLI aan MinFin inzake Voorstel Consortium	*Document*
01.01.04.16		**Overig**	Folder

01.01.04.16.01		Poster_Manifest_A1_Staand	*Document*
01.01.04.17		**Rabo**	Folder
01.01.04.17.01		**Gespreksverslag**	Folder
01.01.04.17.01.01		Grootbanken RABO Interview verslag 21022017 Final	*Document*
01.01.04.17.01.02		Grootbanken RABO Interview verslag 24012017 Final	*Document*
01.01.04.18		**Rutger Schimmelpenninck**	Folder
01.01.04.18.01		**Gespreksverslag**	Folder
01.01.04.18.01.01		Interview verslag Rutger Schimmelpenninck 26012017 Final	*Document*
01.01.04.18.02		**Ontvangen informatie**	Folder
01.01.04.18.02.01		Jaarverslag 2008 DSB Bank definitief	*Document*
01.01.04.19		**SNS Bank**	Folder
01.01.04.19.01		**Gespreksverslag**	Folder
01.01.04.19.01.01		SNSBank Interview verslag Bart Toering 06122016 Final	*Document*
01.01.04.20		**SNS PF**	Folder
01.01.04.20.01		**Gespreksverslag**	Folder
01.01.04.20.01.01		SNS PF Coen van der Bijl Interview verslag 15122016 Final	*Document*
01.01.04.20.01.02		SNS PF Jaap van Dijk Interview verslag 12012017 Final	*Document*
01.01.04.20.01.03		SNS PF Jack Mondt Interview verslag 10012017	*Document*
01.01.04.21		**SNS Reaal**	Folder
01.01.04.21.01		**Gespreksverslag**	Folder
01.01.04.21.01.01		SNS Reaal Annemiek van Melick Interview verslag 08032017 Final	*Document*
01.01.04.21.01.02		SNS Reaal Bastiaan de Ruiter verslag 20012017 Final	*Document*
01.01.04.21.01.03		SNS Reaal Ernst-Jan Boers (PF en Bank) Interview verslag 18012017 Final	*Document*
01.01.04.21.01.04		SNS Reaal Ference Lamp Interview verslag 17022017 Final	*Document*
01.01.04.21.01.05		SNS Reaal Karen Berg Interview verslag 8 februari 2017 Final	*Document*
01.01.04.21.01.06		SNS Reaal Ronald Latenstein Interview verslag 17032017 Final	*Document*
01.01.04.21.01.07		SNS Reaal RvC Interview verslag 16122016 Final	*Document*
01.01.04.21.01.08		SNS Reaal Verzekeraar Interview verslag 14122016 Final	*Document*
01.01.04.22		**Stichting AOS**	Folder
01.01.04.22.01		**Gespreksverslag**	Folder
01.01.04.22.01.01		Stichting AOS interview verslag 09022017	*Document*
01.01.04.22.02		**Ontvangen informatie**	Folder
01.01.04.22.02.01		Memo03032014	*Document*
01.01.04.22.02.02		RE Vragenlijst interview inzake SNS Schadeloosstellingszaak WS-51357	*Document*
01.01.04.23		**Stichting Beheer SNS Reaal**	Folder
01.01.04.23.01		**Gespreksverslag**	Folder
01.01.04.23.01.01		Stichting Beheer SNS Reaal verslag 17112016 Final	*Document*
01.01.04.23.02		**Ontvangen informatie**	Folder
01.01.04.23.02.01		01.01.04.02.01.01 uittreksel SB jaarverslagen 20	*Document*
01.01.04.23.02.02		01.01.04.02.01.02 verslag conf call SB 01-02-13	*Document*
01.01.04.23.02.03		01.01.04.02.01.03 extract SB notulen 2012	*Document*

01.01.04.23.02.04		01.01.04.02.01.04 120126 - gespreksverslag SB-SR 26	*Document*
01.01.04.23.02.05		01.01.04.02.01.05 120216 - gespreksverslag SB-SR 16	*Document*
01.01.04.23.02.06		01.01.04.02.01.06 120314 - gespreksverslag SB-SR 14	*Document*
01.01.04.23.02.07		01.01.04.02.01.07 120321 - extract SB notulen 21-03	*Document*
01.01.04.23.02.08		01.01.04.02.01.08 120425 - extract SB notulen 25-04	*Document*
01.01.04.23.02.09		01.01.04.02.01.09 120509 - verslag SB - DNB - black	*Document*
01.01.04.23.02.10		01.01.04.02.01.10 120516 - extract uit SB notulen 1	*Document*
01.01.04.23.02.11		01.01.04.02.01.11 120604 - gespreksverslag SB-SR 04	*Document*
01.01.04.23.02.12		01.01.04.02.01.12 120619 - verslag SB - DNB - gesch	*Document*
01.01.04.23.02.13		01.01.04.02.01.13 120620 - extract SB notulen 20-06	*Document*
01.01.04.23.02.14		01.01.04.02.01.14 120709 - gespreksverslag SB-SR 09	*Document*
01.01.04.23.02.15		01.01.04.02.01.15 120816 - extract uit SB notulen 1	*Document*
01.01.04.23.02.16		01.01.04.02.01.16 120904 - OvE - presentatie - Pr	*Document*
01.01.04.23.02.17		01.01.04.02.01.17 120911 - OvE - Gespreksverslag Mi	*Document*
01.01.04.23.02.18		01.01.04.02.01.18 120917 - gespreksverslag SB - RvC	*Document*
01.01.04.23.02.19		01.01.04.02.01.19 120917 - OvE - Gespreksverslag	*Document*
01.01.04.23.02.20		01.01.04.02.01.20 120917 - OvE - presentatie - Pr	*Document*
01.01.04.23.02.21		01.01.04.02.01.21 121001 - verslag SB - DNB - black	*Document*
01.01.04.23.02.22		01.01.04.02.01.22 121022 - extract SB notulen 22-	*Document*
01.01.04.23.02.23		01.01.04.02.01.23 121022 - OvE - presentatie	*Document*
01.01.04.23.02.24		01.01.04.02.01.24 121108 - OvE - Gespreksverslag ca	*Document*
01.01.04.23.02.25		01.01.04.02.01.25 121112 - OvE - Project Eiffel -	*Document*
01.01.04.23.02.26		01.01.04.02.01.26 121112 - OvE verslag - Gespreksve	*Document*
01.01.04.23.02.27		01.01.04.02.01.27 121128 - OvE - Gespreksverslag ca	*Document*
01.01.04.23.02.28		01.01.04.02.01.28 121128 - OvE - presentatie - P	*Document*
01.01.04.23.02.29		01.01.04.02.01.29 121203 - OvE - Gespreksverslag SR	*Document*
01.01.04.23.02.30		01.01.04.02.01.30 121203 - OvE - presentatie -Pr	*Document*
01.01.04.23.02.31		01.01.04.02.01.31 121212 - extract SB notulen 12-12	*Document*
01.01.04.23.02.32		01.01.04.02.01.32 121212 - OvE - Gespreksverslag	*Document*
01.01.04.23.02.33		01.01.04.02.01.33 121214 - OvE - presentatie - P	*Document*
01.01.04.23.02.34		01.01.04.02.01.34 121219 - OvE - presentatie - P	*Document*
01.01.04.23.02.35		01.01.04.02.01.35 121220 - OvE - presentatie - P	*Document*
01.01.04.23.02.36		01.01.04.02.01.36 121220 - OvE- Gespreksverslag SB	*Document*
01.01.04.23.02.37		01.01.04.02.01.37 130111 - OvE - Gespreksverslag SB	*Document*
01.01.04.23.02.38		01.01.04.02.01.38 130113 - OvE- Gespreksverslag SB	*Document*
01.01.04.23.02.39		01.01.04.02.01.39 130117 - OvE - Gespreksverslag SB	*Document*
01.01.04.23.02.40		01.01.04.02.01.40 130123 - OvE - Gespreksverslag me	*Document*
01.01.04.23.02.41		01.01.04.02.01.41 130123 - OvE -presentatie - Pro	*Document*
01.01.04.23.02.42		01.01.04.02.01.42 130125 - OvE - Gespreksverslag ca	*Document*
01.01.04.23.02.43		01.01.04.02.01.43 130128 - OvE - Gespreksverslag ca	*Document*
01.01.04.23.02.44		01.01.04.02.01.44 130128 - OvE - Gespreksverslag me	*Document*
01.01.04.23.02.45		01.01.04.02.01.45 130129 - OvE - Gespreksverslag ca	*Document*
01.01.04.23.02.46		01.01.04.02.01.46 130130 - OvE - Gespreksverslag ca	*Document*

01.01.04.23.02.47		01.01.04.02.01.47 130131 - OvE - 21.00 call Bestuur	*Document*
01.01.04.23.02.48		01.01.04.02.01.48 130131 - OvE - verslag 09.30 call	*Document*
01.01.04.23.02.49		01.01.04.02.01.49 Deskundigenonderzoek OK - inhoud	*Document*

Bijlage 4 Lijst van geïnterviewde personen

ASR
Jos Baeten
Kick van der Pol

CVC
Rolly van Rappard
Bas Becks (ex-CVC)

Cushman & Wakefield
Jaap Bruggeman
Jeroen Lokerse

DNB
Jan Sijbrand
Tevens aanwezig:
Roel Ploegmakers
Rivka de Winter
Tijl Woortman

Europese Commissie
Koen Dierckx
Gert-Jan Koopman

EY
Dolf Bruins Slot
Ivan Lehon

Goldman Sachs
Dirk Lievens

Grootbanken
ABN AMRO
Gijs Wildeboer
Gerrit Zalm
ING
Hein Brand
Jan Hommen
Karst Jan Wolters
Rabobank
Adri Meijdam
Piet Moerland
Rob Wismans

KPMG
Peti de Wit

Ministerie van Financiën

Minister Jeroen Dijsselbloem
Wouter Raab
Gita Salden
Tevens aanwezig: Thomas van der Sanden

Morgan Stanley
Reza Atighi

NLFI
Michael Enthoven

Stichting Afwikkeling Onderhandse Schulden SNS Reaal
Willem Jan van Andel

SNS Reaal
Raad van Commissarissen
Piero Overmars
Rob Zwartendijk

Management
Karen Berg
Ference Lamp
Ronald Latenstein van Voorst
Bastiaan de Ruiter
Ties Tiessen

SNS Bank
Annemiek van Melick
Bart Toering

Property Finance
Coen van der Bijl
Ernst-Jan Boers
Jaap van Dijk
Jack Mondt

SNS Reaal verzekeringen
Arjen Schouten
Wim Henk Steenpoorte

Stichting Beheer SNS Reaal
Mick den Boogert
Ad Brits
Jan Overmeer

Curator Bank Van der Hoop en DSB Bank
Rutger Schimmelpenninck

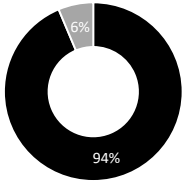
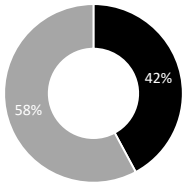
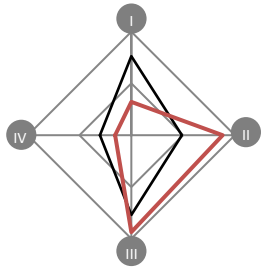
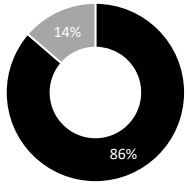
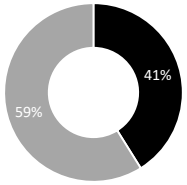
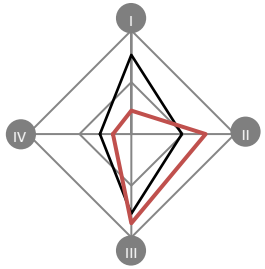
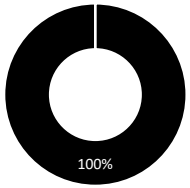
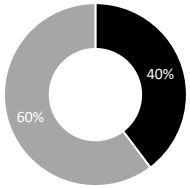
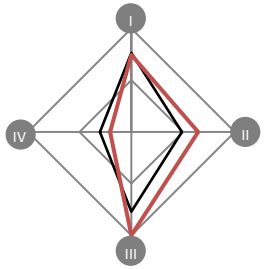
Bijlage 5 Lijst van Afkortingen

ABRvS	Afdeling Bestuursrechtspraak Raad van State
APS	Asset Protection Scheme
AUM	Assets under management
BB	Bad Bank
BIS	Bank for International Settlements
Bp	Basispunten
BRRD	Bank Recovery and Resolution Directive
C.a.	Cum annexis
Coco's	Contingent convertible bonds
CSA	Credit Support Annex
CT-1 securities	Core Tier-1 capital securities
CPB	Centraal Plan Bureau
CRE	Commercial Real Estate
C&W	Cushman & Wakefield
CVC	CVC Capital Partners
DGS	Depositogarantiestelsel
DNB	De Nederlandsche Bank N.V.
DSB Bank	Dirk Scheringa Beheer Bank
DSCR	Debt Service Coverage Ratio
EAD	Exposure At Default
EBA	European Banking Authority
EBC	European Banking Committee
EC	Europese Commissie
ECB	Europese Centrale Bank
EMTN	Euro Medium Term Note
ESCB	European System of Central Banks
EU	Europese Unie
EY	Ernst & Young
FROB	Spaanse Herstructureringsfonds voor banken
FW	Faillissementswet
GBs	Grootbanken
GDP	Gross Domestic Product
GS	Goldman Sachs
IBNR	Incurred but not reported
ICAAP	Internal Capital Adequacy Assessment Process
ILAAP	Internal Liquidity Adequacy Assessment Process
IAS	International Accounting Standards
IFRS	International Financial Reporting Standards
IPO	Initial Public Offering
Interventiewet	Wet bijzondere maatregelen financiële ondernemingen Wft
ISDA	International Swaps and Derivatives Association

IT	Informatie Technologie
Kifid	Klachteninstituut financiële dienstverlening
LCR	Liquidity Coverage Ratio
LGD	Loss Given Default
LtI	Loan to Income
LTRO	Long-Term Refinancing Operations
LtV	Loan to Value
MinFin	Ministerie van Financiën
MBS	Mortgage Backed Securities
MKB	Midden en Klein Bedrijf
MoU	Memorandum of Understanding
MS	Morgan Stanley
MTN	Medium Term Note
NCWO	No creditor worse off
NHG	Nationale Hypotheek Garantie
NLFI	NL Financial Investments
NMa	Nederlandse Mededingingsautoriteit
NPL	Non-Performing Loan
NSFR	Net Stable Funding Ratio
OP	Operational Plan
OSIS	Open Source Investor Services
P.a.	Per jaar
P/E	Price Earnings ratio
PE	Private Equity
PF	Property Finance
PL	Performing Loan
PwC	PricewaterhouseCoopers
RBS	Royal Bank of Scotland
REV	Real Economic Value
ROE	Return on Equity
RRD	Recovery and Resolution Directive
RWA	Risk Weighted Assets
RvB	Raad van Bestuur
RvC	Raad van Commissarissen
SIFI	Systematically important financial institution
SPL	Sub Performing Loans
SPV	Special Purpose Vehicle
SNS	Samenwerkende Nederlandse Spaarbanken
SNS AM	SNS Asset Management N.V.
SNS Bank	SNS retail bank
SNS BB	SNS Beleggingsfondsen Beheer B.V.
SNSR	SNS Reaal
SREP	Supervisory Review & Evaluation Process
SRB	Single Resolution Board

SRLEV NV	Levensverzekeringsbedrijf en dochter van Reaal
StBSR of Stichting Beheer	Stichting Beheer SNS Reaal
UFR	Ultimate Forward Rate
TBV	Tangible Book Value
VK	Verenigd Koninkrijk
VOBA	Value of acquired business
Vvgb	Verklaring van geen bezwaar
Wft	Wet op het financieel toezicht
403-verklaring	Verklaring ex art. 2:403 BW.

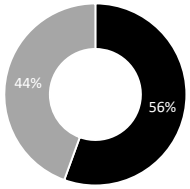
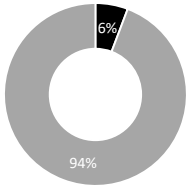
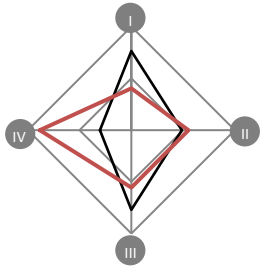
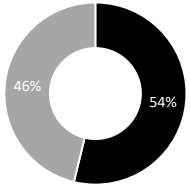
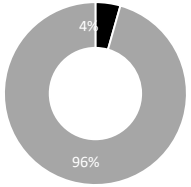
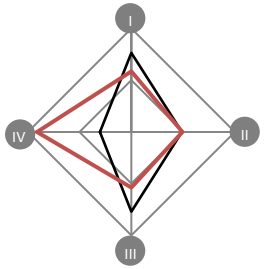
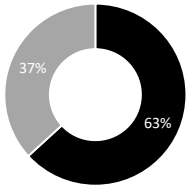
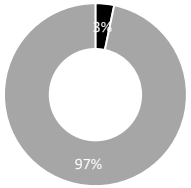
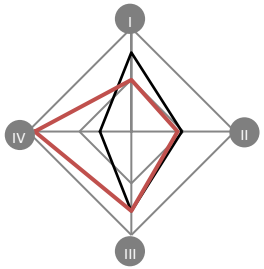
Bijlage 6 Comparable Company Review – Insurance

Company	Business Description	Financials		Gross Written Premium	Insurance Liabilities	Comparison
ING	- Engaged in retail banking, wholesale banking and insurance management - Active in 40 countries - Founded in 1991 and based in Amsterdam, Netherlands	GWP Net Income RoE Equity Solvency I Total Assets	27,198 5,766 12.4% 49,663 225% 1,279,228			
AEGON	- Engaged in life and non-life insurance, pensions, retail banking and asset management - Operates worldwide, primarily in the US, UK and NL - Founded in 1983, based in The Hague, Netherlands	GWP Net Income RoE Equity Solvency IGD Total Assets	19,521 869 3.4% 25,720 195% 345,577			
Standard Life	- Engaged in asset management, life insurance, pensions and savings - Active in the UK mainly - Founded in 1825, based in Edinburgh, United Kingdom	GWP Net Income RoE Equity Solvency IGD Total Assets	3,852 343 7.5% 4,564 173% 184,494			

Life Non-Life

Unit-Linked General Account

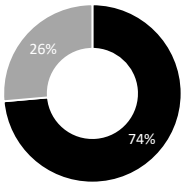
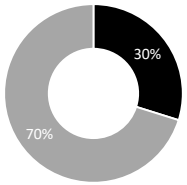
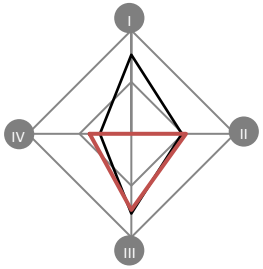
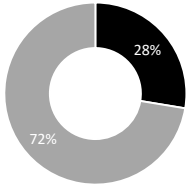
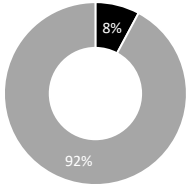
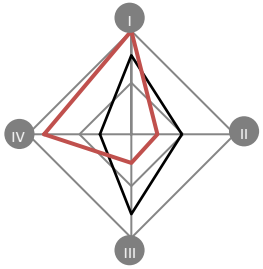
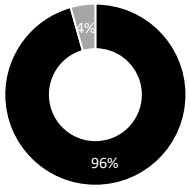
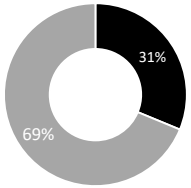
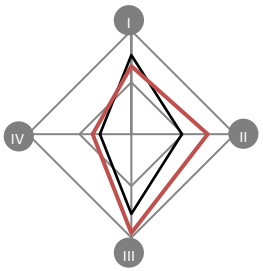
SNS Peer
I RoTBV III % Life
II Total A IV % Gen. Acc.

Company	Business Description	Financials		Gross Written Premium	Insurance Liabilities	Comparison
ageas	- Engaged in insurance and pensions - Active in Belgium and the rest of Western Europe mainly - Founded in 1824, based in Brussels, Belgium	GWP Net Income RoE Equity Solvency I Total Assets	9,423 (678) (8.7%) 7,760 237% 90,602			
Baloise Group	- Engaged in insurance, pensions, asset management and banking - Active in Switzerland, Germany and Belgium mainly - Founded in 1963, based in Basel, Switzerland	GWP Net Income RoE Equity Solvency I Total Assets	5,526 49 1.6% 3,136 203% 56,878			
helvetia	- Engaged in life and non-life insurance, reinsurance, and pensions - Active in Switzerland, Italy and Germany mainly - Founded in 1858, based in St. Gallen, Switzerland	GWP Net Income RoE Equity Solvency I Total Assets	5,691 236 8.6% 2,738 219% 32,239			

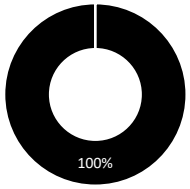
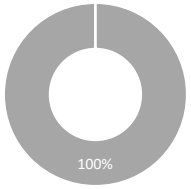
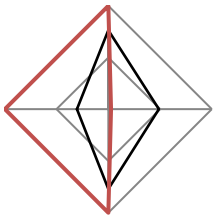
Life Non-Life

Unit-Linked General Account

SNS Peer
I RoTBV III % Life
II Total A IV % Gen. Acc.

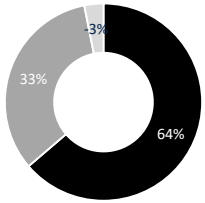
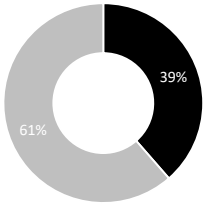
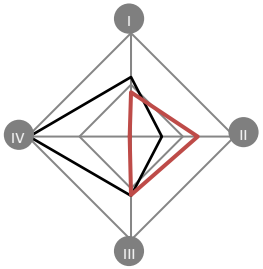
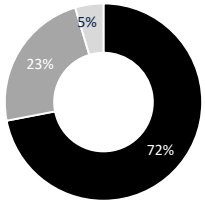
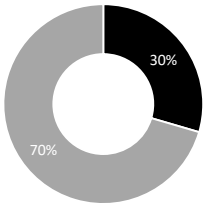
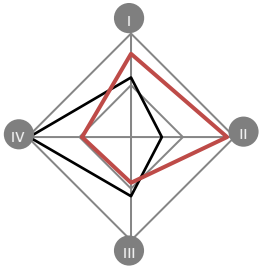
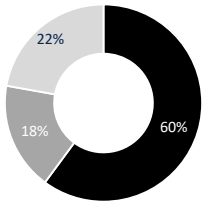
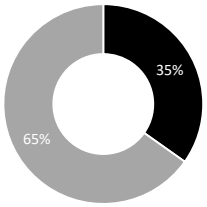
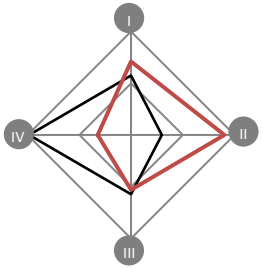
Company	Business Description	Financials		Gross Written Premium	Insurance Liabilities	Comparison
delta lloyd	- Engaged in insurance, pensions, asset management, and retail banking - Active in the Benelux - Founded in 1807, based in Amsterdam, Netherlands	GWP Net Income RoE Equity Solvency IGD Total Assets	5,872 (313) (8.1%) 3,860 174% 74,862			
Topdanmark	- Engaged in Personal, and SME and Industrial insurance segments - Active in Denmark - Founded in 1972, based in Ballerup, Denmark	GWP Net Income RoE Equity Solvency Total Assets	1,607 137 25.6% 613 n.a. 7,723			
storebrand	- Engaged in insurance, savings, asset management, and pensions - Active in Norway and Sweden mainly - Founded in 1767, based in Lysaker, Norway	GWP Net Income RoE Equity Solvency I Total Assets	3,279 87 3.6% 2,390 161% 51,453			

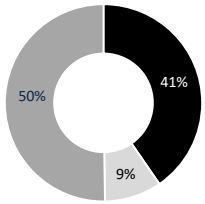
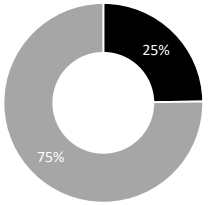
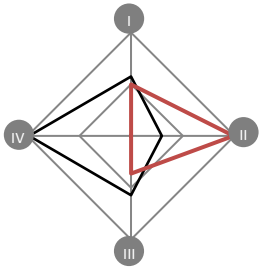
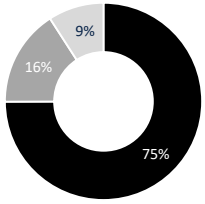
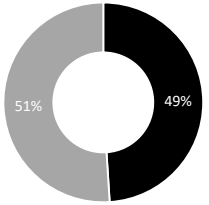
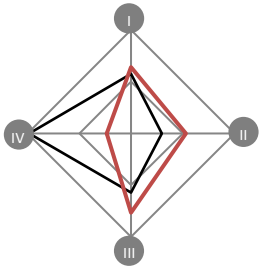
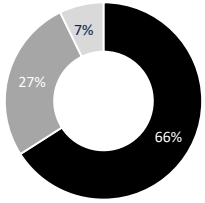
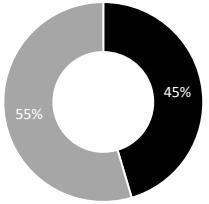
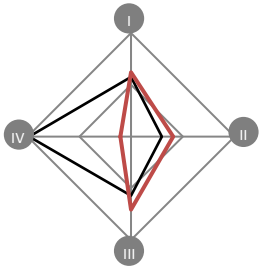
Life Non-Life Unit-Linked General Account SNS Peer RoTBV % Life Total A % Gen. Acc.

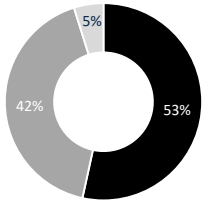
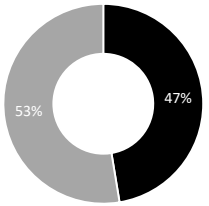
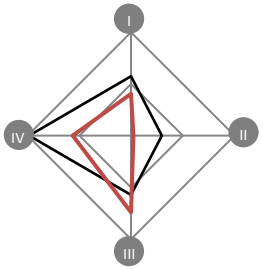
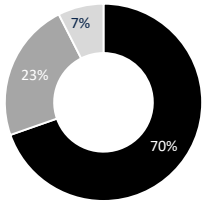
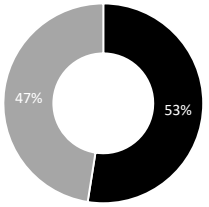
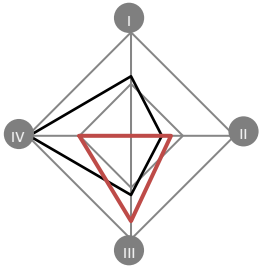
Company	Business Description	Financials		Gross Written Premium	Insurance Liabilities	Comparison
	- Engaged in life and non-life insurance - Active in France mainly - Founded in 1988, based in Lyon, France	GWP Net Income RoE Equity Solvency Total Assets	757 55 11.7% 475 n.a. 1,349			

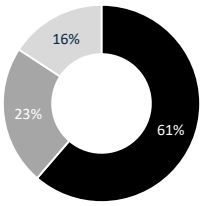
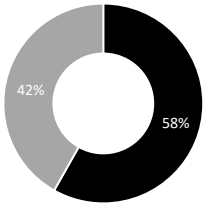
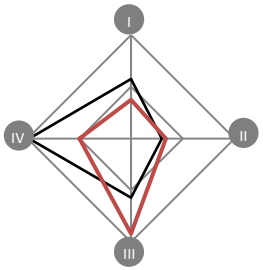
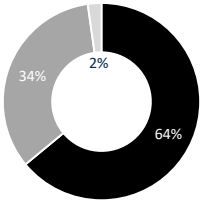
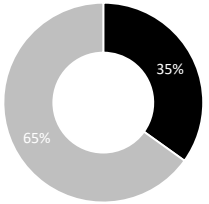
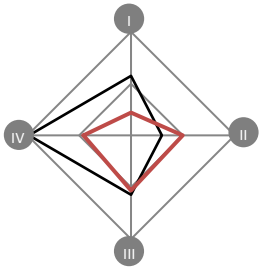
Life Non-Life Unit-Linked General Account SNS Peer RoTBV % Life Total A % Gen. Acc.

Bijlage 7 Comparable Company Review – Banking

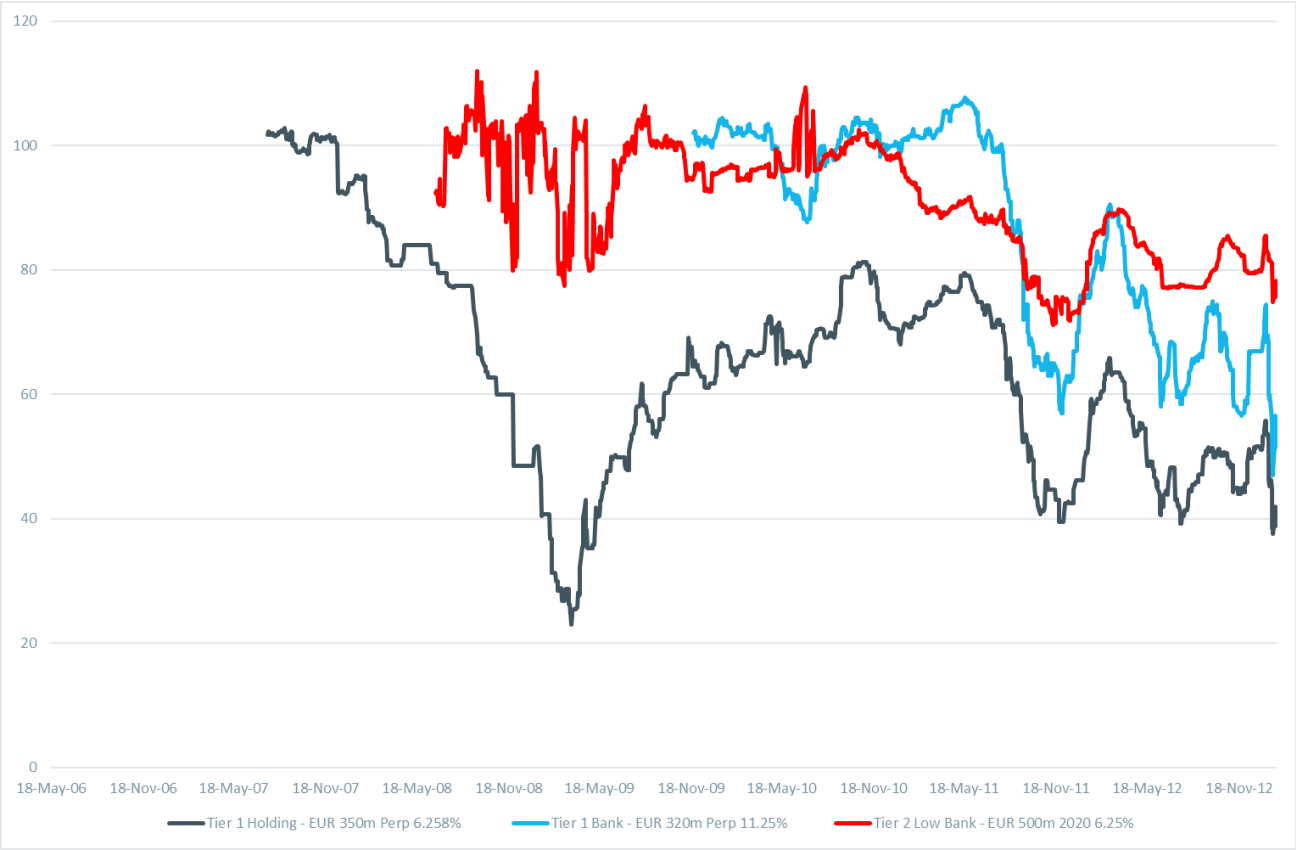
Company	Business Description	Financials		Revenue Split	Liabilities Split	Comparison
COMMERZBANK	- Engaged in corporate banking, investment banking, and asset management - Active in over 50 countries - Founded in 1870 and based in Frankfurt am Main, Germany	Interest Income Interest Margin Earnings RoE Equity Total Assets Tier-1 Ratio	17 2.3% 0.6 2.6% 24 662 11.1%			
Handelsbanken	- Engaged in consumer banking including life insurance and corporate banking - Active in Nordic Region mainly, 6 countries total - Founded in 1871 and based in Stockholm, Sweden	Interest Income Interest Margin Earnings RoE Equity Total Assets Tier-1 Ratio	7 1.4% 1.4 13.0% 11 275 18.4%			
DNB	- Engaged in retail banking, consumer banking, trading and pension products - Active in 13 countries - Founded in 1882 and based in Oslo, Norway	Interest Income Interest Margin Earnings RoE Equity Total Assets Tier-1 Ratio	8 1.9% 1.7 11.0% 15 274 9.9%			

Company	Business Description	Financials		Revenue Split	Liabilities Split	Comparison
Danske Bank	- Engaged in personal banking, corporate banking, Danske capital segment and Danica pension segment - Active in 6 countries - Founded in 1871 and based in Copenhagen, Denmark	Interest Income Interest Margin Earnings RoE Equity Total Assets Tier-1 Ratio	11 2.0% 0.2 1.4% 17 461 16.0%			
KBC	- Engaged in retail banking, corporate banking and life and non-life insurance - Active in 6 countries - Founded in 1935 and based in Brussels, Belgium	Interest Income Interest Margin Earnings RoE Equity Total Assets Tier-1 Ratio	12 4.0% 0.01 0.1% 17 285 12.3%			
Raiffeisen BANK	- Engaged in corporate banking, retail banking, and investment banking - Active in Central and Eastern Europe mainly - Founded in 1927 and based in Vienna, Austria	Interest Income Interest Margin Earnings RoE Equity Total Assets Tier-1 Ratio	7 3.6% 1.0 9.9% 11 147 9.9%			

Company	Business Description	Financials		Revenue Split	Liabilities Split	Comparison
				Net Interest Net Commission Other	Deposits Other	SNS Peer I RoTBV III % Deposits II Total A IV % Mortgages
Van Lanschot	- Engaged in private banking, asset management and merchant banking - Active in the Netherlands, Belgium, and Switzerland - Founded in 1737 and based in 's Hertogenbosch, the Netherlands	Interest Income (m) Interest Margin Earnings (m) RoE Equity (m) Total Assets (m) Tier-1 Ratio	1,083 1.9% 34 2.2% 1,566 18,454 10.9%			
Popular	- Engaged in commercial banking, asset management, life and non-life insurance, and real estate - Active in Spain, Portugal, the US and Mexico mainly - Founded in 1926 and based in Madrid, Spain	Interest Income Interest Margin Earnings RoE Equity Total Assets Tier-1 Ratio	4,581 2.2% 480 5.8% 8 131 10.0%			

Company	Business Description	Financials		Revenue Split	Liabilities Split	Comparison
Sabadell	- Engaged in commercial banking, life and non-life insurance, private banking, investment management, and real estate - Active in Spain and the UK mainly - Founded in 1881 and based in Barcelona, Spain	Interest Income Interest Margin Earnings RoE Equity Total Assets Tier-1 Ratio	3 2.1% 0.2 3.9% 6 100 9.8%			
				Net Interest Net Commission Other	Deposits Other	SNS Peer I RoTBV II Total A III % Deposits IV % Mortgages
Monte dei Paschi di Siena Banca dal 1472	- Engaged in retail banking, investment banking, wealth management, and insurance - Active in Italy - Founded in 1472 and based in Siena, Italy	Interest Income Interest Margin Earnings RoE Equity Total Assets Tier-1 Ratio	7 2.2% (4.7) (46.1%) 10 241 11.1%			
				Net Interest Net Commission Other	Deposits Other	SNS Peer I RoTBV II Total A III % Deposits IV % Mortgages

Bijlage 8 Koersgrafieken achtergestelde obligaties



Bijlage 9 Onderzoeksrapport OSIS – Separaat toegevoegd

Bijlage 10. Advies van prof.mr.drs. M. Haentjens

Universiteit Leiden

Memo

Faculteit der Rechtsgeleerdheid
Hazelhoff Centre for Financial Law

Aan Mr. A.A.M. Deterink, dr. H. Oosterhout, mr. E.M. Jansen Schoonhoven
Van Prof. mr. drs. M. Haentjens en mr. L.G.A. Janssen
Datum 24 april 2018
E-mail m.haentjens@law.leidenuniv.nl en l.g.a.janssen@law.leidenuniv.nl

Onderwerp 403-rentevorderingen in het tweede faillissement van SNS Reaal

Samenvatting en conclusie

Deze notitie behandelt de vraag of rentevorderingen, die voortvloeien uit achtergestelde leningen van SNS Bank en zijn ontstaan in het eerste faillissement van SNS Bank, voor erkenning in het tweede faillissement van SNS Reaal in aanmerking komen.

Voor zover zij verschuldigd zijn geraakt, komen bedoelde rentevorderingen, na afwikkeling van het eerste faillissement van SNS Bank, als pre-faillissementsschulden voor erkenning in aanmerking in het daaropvolgende, tweede faillissement van SNS Bank. Op basis van de ons verstrekte gegevens betreffen deze rentevorderingen zowel vorderingen voor de contractueel overeengekomen rente voor de looptijd van de leningen, alsook vorderingen voor wettelijke handelsrente in de zin van art. 6:119a lid 1.

Op de voet van art. 2:403 lid 1 aanhef en onder 'f' BW heeft SNS Reaal verklaard zich hoofdelijk aansprakelijk te stellen voor de schulden van SNS Bank. Hoewel dit uiteindelijk afhangt van uitleg van deze 403-verklaring, achten wij het op basis van de ons verstrekte gegevens aannemelijk dat schuldeisers van de gedurende het eerste faillissement van SNS Bank ontstane rentevorderingen op grond van artikel 136 lid 1 Fw kunnen opkomen voor en betaling ontvangen over die vorderingen in het tweede faillissement van SNS Reaal uit hoofde van de door SNS Reaal afgegeven 403-verklaring. Zo bevat de aan ons verstrekte 403-verklaring geen beperkingen.

Met inachtneming van het bovenstaande komen de in het tweede faillissement van SNS Bank verifieerbare rentevorderingen in aanmerking voor erkenning in het tweede faillissement van SNS Reaal.

Universiteit Leiden

Faculteit der Rechtsgeleerdheid
Instituut voor Privaatrecht
Hazelhoff Centre for Financial Law

I. Inleiding

1. Vraag

Bij beschikking van 26 februari 2016 heeft de Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam met het oog op de vaststelling van de hoogte van de schadeloosstelling van onteigende effecten en vermogensbestanddelen SNS REAAL N.V. ("**SNS Reaal**") en SNS Bank N.V. ("**SNS Bank**") een onderzoek bevolen.[1] De Ondernemingskamer heeft Louis Deterink, Henk Oosterhout en Machiel Jansen Schoonhoven (hierna tezamen: "**de deskundigen**") tot deskundigen benoemd om dit onderzoek te verrichten. In dat verband hebben de deskundigen ons op 14 maart 2018 per e-mail gevraagd te adviseren over de vraag "of de 403 post faillissement rentevorderingen verifieerbaar zijn in het veronderstelde tweede faillissement van SNSR". Blijkens eerdergenoemde e-mail van 14 maart 2018 betreft deze vraag meer specifiek de rentevorderingen die voortvloeien uit achtergestelde leningen aan SNS Bank. Wij begrijpen deze vraag dan ook zodanig of rentevorderingen, die voortvloeien uit achtergestelde leningen van SNS Bank, die zijn ontstaan in het eerste faillissement van SNS Bank en als pre-faillissementvorderingen hebben te gelden in het tweede faillissement van SNS Bank, voor erkenning in het tweede faillissement van SNS Reaal in aanmerking komen.

2. Uitgangspunten

Op basis van e-mails van de deskundigen aan ons, alsmede gevoerde gesprekken zijn wij gevraagd uit te gaan van (de juistheid van) de volgende vooronderstellingen.

- Indien SNS Bank en SNS Reaal niet zouden zijn genationaliseerd op 1 februari 2013, is het aannemelijk dat DNB overeenkomstig haar aankondiging kort na 1 februari 2013 de rechtbank Amsterdam zou hebben verzocht om toepassing van de noodregeling op SNS Bank in de zin van art. 3:160 Wft, dat de rechtbank dit verzoek zou hebben toegewezen en dat de noodregeling op korte termijn zou zijn gevolgd door faillissementen van zowel SNS Bank als SNS Reaal.[2] Voor beide entiteiten zou tegelijkertijd een faillissementsprocedure zijn gestart.

- In een aantal leningen aan SNS Bank zijn achterstellingsbedingen opgenomen. Of, en zo ja, welke rente SNS Bank gedurende haar (veronderstelde) faillissement verschuldigd zou zijn aan haar desbetreffende schuldeisers, is afhankelijk van hetgeen partijen in het concrete geval zijn overeengekomen. Op basis van een e-mail van deskundigen aan ons gaan wij ervan uit dat SNS Bank gedurende haar faillissement rente verschuldigd zou zijn voor de volgende leningen: Achtergestelde obligaties 4,238%; Achtergestelde obligaties 6,625%; Achtergestelde obligaties 6,250%; Achtergestelde onderhandse lening 5,250%; en Achtergestelde onderhandse lening 6,830%. Waar wij in deze notitie spreken over '**rentevorderingen**', hebben wij het oog op de verbintenissen tot betaling van de uit deze leningen voortvloeiende rente.

[1] Hof Amsterdam (OK) 26 februari 2016, ECLI:NL:GHAMS:2016:594.
[2] Zie Hof Amsterdam (OK) 26 februari 2016, ECLI:NL:GHAMS:2016:594, r.o. 3.29-3.30.

- Op basis van hetzelfde bericht gaan wij ervan uit dat de (hoogte van de) rentevorderingen van de volgende leningen tijdens het faillissement gedurende een zekere periode (te weten: gedurende de contractuele looptijd van de lening) contractueel, en gedurende een zekere periode (te weten: na afloop van de contractuele looptijd van de lening) wettelijk zal zijn bepaald: Achtergestelde obligaties 4,238%; Achtergestelde obligaties 6,625%; Achtergestelde obligaties 6,250%; en Achtergestelde onderhandse lening 5,250%. Voor de volgende lening zal alleen de contractueel overeengekomen (hoogte van de) rente voor de resterende looptijd van de lening worden toegepast: Achtergestelde onderhandse lening 6,830%.

- De deskundigen hebben ons gevraagd uit te gaan van de wettelijke handelsrente in de zin van art. 6:119a BW. De hoogte van de wettelijke handelsrente wordt in beginsel bepaald op de voet van art. 6:120 BW. Art. 6:119a lid 8 BW bepaalt dat het partijen vrijstaat bij overeenkomst een hogere of lagere rentevoet te bedingen dan ingevolge art. 6:120 lid 2 BW zou gelden. Voor toepassing van art. 6:119a BW wordt in dat geval de overeengekomen rente met de wettelijke rente gelijkgesteld (art. 6:119a lid 8 BW).[3] Wij gaan ervan uit de partijen in dit geval niet contractueel een hogere of lagere handelsrente zijn overeengekomen.

- De omvang van een achterstelling in een overeenkomst is afhankelijk van hetgeen partijen in het concrete geval zijn overeengekomen. Het zal dus van geval tot geval kunnen verschillen of de achterstellingsbedingen (ook) betrekking hebben op de verschuldigde rente. Op basis van een bericht van deskundigen aan ons, gaan wij ervan uit dat dit voor de volgende rentevorderingen het geval is: Achtergestelde obligaties 4,238%; Achtergestelde obligaties 6,625%; Achtergestelde obligaties 6,250%; en Achtergestelde onderhandse lening 6,830% (tezamen: "**achtergestelde rentevorderingen**"). Dit betekent dat de rentevorderingen van de achtergestelde schuldeisers van SNS Bank in dat geval een lagere rang innemen dan de aanspraken ter zake van rente van de concurrente (niet-achtergestelde) crediteuren van SNS Bank.[4] Voor de Achtergestelde onderhandse lening 5,250% geldt de achterstelling niet ten aanzien van de daaruit voorvloeiende rentevordering, zodat deze als concurrent heeft te gelden ("**concurrente rentevordering**").

- Na beëindiging van het (eerste) faillissement van SNS Bank zou een boedeloverschot resteren. Een tweede faillissement zou worden geopend voor SNS Bank waarin de aanspraken van schuldeisers van SNS Bank ter zake van rente die na datum van het eerste faillissement is ontstaan (vlg. art. 128 Fw), kunnen worden ingediend. Het boedeloverschot uit het eerste faillissement zou onvoldoende zijn om de rentevorderingen van de concurrente en achtergestelde crediteuren in het tweede faillissement van SNS Bank volledig te voldoen.

- Op grond van art. 2:403 lid 1 aanhef en onder 'f' BW heeft SNS Reaal verklaard zich hoofdelijk aansprakelijk te stellen voor de uit rechtshandelingen van SNS Bank voortvloeiende schulden (een zogenoemde 403-verklaring). Het betreft een 403-

[3] Zie GS Verbintenissenrecht, art. 6:119a BW, aant. 10.
[4] Vgl. art. 3:277 lid 2 BW.

verklaring zonder beperkingen. Dit betekent dat schuldeisers van SNS Bank hun vorderingen ook kunnen verhalen op het vermogen van SNS Reaal.

- Wij gaan ervan uit dat de eerdergenoemde concurrente en achtergestelde rentevorderingen op SNS Bank niet verifieerbaar zijn in het gelijktijdig uitgesproken faillissement van SNS Reaal (waarover nader hieronder, zie paragraaf II.1). Bovendien zou (ook) na beëindiging van het (eerste) faillissement SNS Reaal een boedeloverschot hebben geresteerd, zodat een tweede faillissement zou worden geopend voor SNS Reaal. Wij gaan ervan uit dat de tweede faillissementen van SNS Bank en SNS Reaal (ongeveer) tegelijkertijd zouden worden uitgesproken. Het boedeloverschot uit het eerste faillissement van SNS Reaal zou onvoldoende zijn om alle rentevorderingen op SNS Reaal volledig te voldoen. In het tweede faillissement van SNS Reaal zouden de volgende vorderingen worden ingediend: (1) de rentevorderingen van de concurrente schuldeisers van SNS Reaal; en (2) de eerdergenoemde rentevorderingen van concurrente en achtergestelde schuldeisers van SNS Bank op grond van de 403-verklaring.

- Op grond van recente jurisprudentie van de Hoge Raad werkt een tussen een dochtermaatschappij (SNS Bank) en haar crediteuren overeengekomen achterstelling van vorderingen niet door tegenover de moedermaatschappij (SNS Reaal) die een 403-verklaring heeft afgelegd, tenzij ook tussen de moedermaatschappij en deze crediteuren een achterstelling is overeengekomen.[5] De Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam heeft met het oog op deze jurisprudentie bepaald dat bij de vaststelling van de schadeloosstelling van onteigende effecten en vermogensbestanddelen SNS Reaal en SNS Bank tot uitgangspunt moet worden genomen dat de achtergestelde schuldeisers van SNS Bank - de onteigening weggedacht - een concurrente vordering hebben op SNS Reaal uit hoofde van de 403-verklaring.[6] Wij gaan derhalve ervan uit dat de achtergestelde rentevorderingen op SNS Bank hebben te gelden als concurrente (niet-achtergestelde) rentevorderingen op SNS Reaal. Dit geldt a fortiori voor de concurrente rentevorderingen op SNS Bank.

II. Analyse

1. 403-rentevorderingen en het eerste faillissement van SNS Reaal

Art. 128 Fw bepaalt dat rente, na de faillietverklaring lopende, niet kan worden geverifieerd, tenzij door pand of hypotheek gedekt. Wij gaan ervan uit dat rentevorderingen op SNS Bank niet door pand of hypotheek zijn gedekt. Dit betekent dat de rente over vorderingen op SNS Bank na datum van het eerste faillissement van SNS Bank niet in aanmerking komt voor verificatie in dit faillissement. Wij gaan ervan uit dat deze na de eerste faillietverklaring van SNS Bank ontstane rentevorderingen van geverifieerde schuldeisers van SNS Bank (ook) niet kunnen worden geverifieerd in het eerste faillissement van SNS Reaal uit hoofde van de door SNS Reaal afgegeven 403-verklaring.

[5] HR 20 maart 2015, ECLI:NL:HR:2015:661, r.o. 4.34.4.
[6] Hof Amsterdam (OK) 26 februari 2016, ECLI:NL:GHAMS:2016:594, r.o. 3.64.

Aan deze vooronderstelling ligt het volgende ten grondslag. In jurisprudentie wordt met betrekking tot de 403-verklaring nadrukkelijk aangeknoopt bij de wettelijke regeling van hoofdelijkheid.[7] SNS Reaal en SNS Bank zijn derhalve als schuldenaren hoofdelijk verbonden tegenover schuldeisers van SNS Bank tot nakoming van het geheel.[8] In art. 136 Fw is een regeling opgenomen voor de situatie waarin een of meer hoofdelijk schuldenaren in staat van faillissement verkeren. Het eerste lid van dit artikel bepaalt:

> Indien van hoofdelijke schuldenaren een of meer in staat van faillissement verkeren, kan de schuldeiser in het faillissement van die schuldenaar, onderscheidenlijk in het faillissement van ieder dier schuldenaren opkomen voor en betaling ontvangen over het gehele bedrag, hem ten tijde der faillietverklaring nog verschuldigd, totdat zijn vordering ten volle zal zijn gekweten.

De bepaling leidt ertoe dat een schuldeiser in ieder faillissement van de failliete hoofdelijk schuldenaren voor zijn volledige vordering kan opkomen.[9] Art. 136 lid 1 Fw bepaalt echter uitdrukkelijk dat een schuldeiser (slechts) kan opkomen voor het 'hem ten tijde der faillietverklaring nog verschuldigd'. De rentevorderingen die ontstaan in het eerste faillissement van SNS Bank zijn nog geen vorderingen die SNS Reaal verschuldigd is op het moment van de eerste faillietverklaring van SNS Reaal. Zij hebben immers betrekking op de periode na de eerste faillietverklaring van SNS Bank en derhalve ook op de periode na de eerste faillietverklaring van SNS Reaal. Wij denken daarom dat uit art. 136 lid 1 Fw kan worden afgeleid dat crediteuren van SNS Bank niet voor hun na de eerste faillietverklaring van SNS Bank ontstane rentevorderingen kunnen opkomen in het eerste faillissement van SNS Reaal.

Aanvankelijk stelden de deskundigen zich op het standpunt dat de rentevorderingen wel verifieerbaar zouden zijn in het eerste faillissement van SNS Reaal als hoofdelijk schuldenaar, indien en zodra deze vorderingen in het tweede faillissement van SNS Bank geverifieerd zou zijn. Aan dat standpunt legden zij onder andere ten grondslag dat art. 128 Fw niet ziet op de verhouding tussen de schuldeisers en een hoofdelijk schuldenaar. Bovendien achtten de deskundigen het maatschappelijk en bedrijfseconomisch onjuist dat de 403-rentevorderingen niet verifieerbaar zouden zijn in het eerste faillissement van SNS Reaal. Op grond van ontvangen commentaren en alle omstandigheden in acht genomen achten de deskundigen het thans niet onaannemelijk dat verificatie van deze rentevorderingen in het eerste faillissement van SNS Reaal in strijd zou zijn met art. 128 en 136 lid 1 Fw. Op grond van het bovenstaande onderschrijven wij dit laatste standpunt.

2. 403-rentevorderingen en het tweede faillissement van SNS Reaal

2.1. Rentevorderingen als pre-faillissementsschulden

Art. 128 Fw bepaalt dat rente, na de faillietverklaring lopende, niet kan worden geverifieerd, tenzij door pand of hypotheek gedekt. De bepaling ziet zowel op contractuele rente tijdens de looptijd van leningen, dat wil zeggen de contractueel overeengekomen tegenprestatie verschuldigd voor het ter beschikking stelling van een geldsom, als op de wettelijke rente in

[7] Zie bijvoorbeeld HR 3 april 2015, ECLI:NL:HR:2015:837 (*Bia Beheer*), r.o. 3.6.2.
[8] Art. 6:7 lid 1 Fw.
[9] Zie GS Faillissementswet, art. 136 FW, aant. 4.

de zin van art. 6:119 en 6:119a BW, dat wil zeggen de schadevergoeding verschuldigd wegens vertraging in de terugbetaling van een geldsom.[10] Uit de wetsgeschiedenis van art. 6:119a BW blijkt dat de wetgever geen aanleiding zag in art. 128 Fw een verschillende regeling op te nemen voor rente die voortvloeit uit handelstransacties en uit niet-handelstransacties.[11] Uit jurisprudentie en literatuur valt af te leiden dat de gefailleerde deze rente echter wel degelijk verschuldigd blijft.[12] Deze bronnen maken over het algemeen geen onderscheid tussen contractuele rente en wettelijke rente.

Ten aanzien van de contractuele rente nemen wij aan dat deze verschuldigd raakt tijdens faillissement. Op grond van het beginsel dat het faillissement bestaande overeenkomsten onverlet laat,[13] sluiten wij ons voor contractuele rente aan bij hetgeen het Hof Den Haag overwoog: "(…) zoals ook uit de bewoordingen van artikel 128 Fw. blijkt, zijn de interesten na de faillietverklaring doorgelopen, waaruit volgt dat de gefailleerde na het einde van het faillissement die rente verschuldigd blijft."[14]

Ten aanzien van de wettelijke rente kan het volgende worden opgemerkt. Indien partijen een betalingstermijn zijn overeengekomen is de wettelijke handelsrente in de zin van art. 6:119a lid 1 BW verschuldigd met ingang van de dag volgend op de dag die is overeengekomen als uiterste dag van betaling. In tegenstelling tot wettelijke rente in de zin van art. 6:119 BW, is wettelijke handelsrente derhalve verschuldigd zodra de betalingstermijn is overschreden. Uit de wetsgeschiedenis van art. 6:119a BW valt af te leiden dat niet is vereist dat de schuldenaar in verzuim is in de zin van art. 6:83 BW.[15] Nu wij aannemen dat de achtergestelde leningen aan SNS Bank een fatale termijn kennen, brengt dit mee dat SNS Bank gedurende haar eerste faillissement na afloop van de contractuele looptijd van de lening wettelijke handelsrente verschuldigd raakt. Wij gaan ervan uit dat (ook) SNS Reaal gedurende haar eerste faillissement als hoofdelijk schuldenaar geen betaling van het op grond van de lening overeengekomen verschuldigde zal verrichten. Zoals hieronder nader zal worden uiteengezet, betekent dit dat SNS Reaal (ook zelf) als hoofdelijk schuldenaar (vanwege haar faillissement) op grond van art. 6:119a BW schadevergoeding verschuldigd is wegens vertraging van de voldoening van een geldsom in de vorm van wettelijke handelsrente van die som over de periode na afloop van de looptijd van de leningen.

Als zou worden aangenomen dat niet de wettelijke handelsrente in de zin van art. 6:119a BW, maar de wettelijke rente in de zin van art. 6:119 BW zou gelden (hetgeen in het onderhavige geval niet aan de orde lijkt te zijn), geldt het volgende. Art. 6:119 lid 1 BW bepaalt dat de termijn waarover wettelijke rente verschuldigd is, aanvangt op de dag na die waarop de schuldenaar in verzuim is geraakt met de voldoening van een geldsom in de zin

---

[10] Zie W.H.B. den Hartog Jager, 'De verificatie van rente', *Tijdschrift Financiering, Zekerheden en Insolventierechtpraktijk* (2014) nr. 2, p. 76-77.
[11] *Kamerstukken II* 2001/02, 28239, nr. 3, p. 5.
[12] Hof 's-Gravehage 21 augustus 2008, ECLI:NL:GHSGR:2008:BE9363, *JOR* 2008, 289, m.nt. Van Mierlo. Zie ook: B. Wessels, *Verificatie van schuldvorderingen*, Deventer: Kluwer 2014, para. 5116; W.H.B. den Hartog Jager, *Wettelijke rente*, Nijmegen: Ars Aequi Libri, p. 99; *Kamerstukken II* 2001/02, 28239, nr. 3, p. 5.
[13] Vgl. Memorie van Toelichting bij art. 37 (oud) Fw: Van der Feltz I, p. 409.
[14] Hof 's-Gravehage 21 augustus 2008, ECLI:NL:GHSGR:2008:BE9363, *JOR* 2008, 289, m.nt. Van Mierlo, rov. 9.
[15] *Kamerstukken II* 2001/02, 28239, nr. 3, p. 9. Zie GS Verbintenissenrecht, artikel 119a Boek 6 BW, aant. 7; T&C BW, art. 6:119a BW, aant. 4.

van art. 6:81-87 BW.[16] Op grond van art. 6:81 BW is een schuldenaar in verzuim gedurende de tijd dat de prestatie uitblijft nadat zij opeisbaar is geworden (en overigens aan de eisen van de artikelen 6:82 en 6:83 BW is voldaan), behalve voor zover de vertraging hem niet kan worden toegerekend of nakoming reeds blijvend onmogelijk is. Voor zover schulden van SNS Bank een bepaalde termijn kennen, en de bepaling bevatten dat de uitstaande som opeisbaar wordt in geval van faillissement van de schuldenaar (hetgeen beide voor de achtergestelde leningen aan SNS Bank mag worden aangenomen), zou SNS Bank gedurende haar faillissement in verzuim zijn ten aanzien van de achtergestelde leningen na ommekomst van de contractuele looptijd van de lening, zonder dat daarvoor een ingebrekestelling zou zijn vereist vanwege art. 6:83 onder a BW. Dientengevolge zou SNS Bank tijdens haar faillissement niet alleen contractuele, maar ook – na afloop van de contractuele periode van de leningen - wettelijke rente in de zin van art. 6:119 BW verschuldigd zijn geworden.

Het bovenstaande brengt mee dat als na afwikkeling van een faillissement een batig saldo resteert, rentevorderingen dienen te worden betrokken in de vereffening van dat batig saldo.[17] Ervan uitgaande dat een batig saldo zou resteren na afwikkeling van het (eerste) faillissement van SNS Bank, dient derhalve rekening te worden gehouden met de na de (eerste) faillietverklaring ontstane rentevorderingen van geverifieerde schuldeisers. De rentevorderingen van crediteuren van SNS Bank kunnen derhalve (als pre-faillissementsvorderingen) in een tweede faillissement van SNS Bank worden geverifieerd.[18]

Wij denken dat de na de eerste faillietverklaring van SNS Bank ontstane rentevorderingen van de schuldeisers van SNS Bank op grond van art. 136 lid 1 Fw ook kunnen worden ingediend in het tweede faillissement van SNS Reaal uit hoofde van de door SNS Reaal afgegeven 403-verklaring. Nu wij aannemen dat ook wettelijke rentevorderingen verschuldigd zijn geraakt, geldt deze conclusie zowel voor de vorderingen voor contractuele rente tijdens de looptijd van de leningen, als voor de vorderingen voor wettelijke rente in de zin van art. 6:119a BW (en art. 6:119 BW) na afloop van de looptijd. Dit zullen we hieronder toelichten.

2.2. Verhaal onder hoofdelijkheid: contractuele rente

Als gezegd strekt de hoofdelijke aansprakelijkheidstelling door SNS Reaal zich op grond van art. 2:403 lid 1 aanhef en onder 'f' BW uit tot de schulden uit rechtshandelingen van SNS Bank. Het antwoord op de vraag of SNS Reaal hoofdelijk aansprakelijk is voor de door SNS Bank verschuldigde contractuele rente tijdens de looptijd van een leningen is afhankelijk van uitleg van de 403-verklaring van SNS Reaal. Het is met andere woorden een vraag van uitleg of de contractuele rente waartoe SNS Bank zich heeft verbonden, heeft te gelden als "de schulden uit rechtshandelingen" van SNS Bank waarvoor SNS Reaal zich hoofdelijk aansprakelijk heeft verklaard. Wij achten het aannemelijk dat dit het geval is. De contractuele rente is immers onderdeel van de "schulden uit rechtshandelingen" van SNS

[16] Zie ook GS Verbintenissenrecht, art. 6:119 BW, aant. 4.
[17] Zie B. Wessels, *Verificatie van schuldvorderingen*, Deventer: Kluwer 2014, para. 5116.
[18] Vgl. bijv. HR 24 juni 2016 ECLI:NL:HR:2016:1294, *JOR* 2016/290, m.nt. Van Hees, waar wordt besproken dat een tweede faillissement van de onderneming werd uitgesproken om binnen dat verband de voldoening te laten plaatsvinden van de tijdens het eerste faillissement en daarna doorgelopen rentevorderingen, die ingevolge art. 128 Fw in het eerste faillissement niet konden worden geverifieerd.

Bank, te weten: de overeengekomen leningen. Anders gezegd: de contractuele rente houdt direct verband met de leningen van SNS Bank. Dit brengt mee dat de na de eerste faillietverklaring van SNS Bank ontstane contractuele rente over de looptijd van de leningen met SNS Bank waarschijnlijk ook van SNS Reaal kan worden gevorderd.

2.3. Verhaal onder hoofdelijkheid: wettelijke rente

Algemeen wordt aangenomen dat de vorderingsrechten van een schuldeiser tegen hoofdelijke schuldenaren in beginsel zelfstandig zijn. De zelfstandigheid van de hoofdelijke verbintenissen brengt mee dat het verzuim van een van de hoofdelijk schuldenaren niet werkt jegens alle hoofdelijk schuldenaren.[19] Als een hoofdelijk schuldenaar in verzuim is, betekent dit derhalve niet noodzakelijkerwijs dat een hoofdelijk medeschuldenaar aansprakelijk is tot schadevergoeding die voortvloeit uit dat verzuim.[20]

Als gezegd strekt de hoofdelijke aansprakelijkheidstelling door SNS Reaal zich op grond van art. 2:403 lid 1 aanhef en onder 'f' BW uit tot de schulden uit rechtshandelingen van SNS Bank. Er bestaat in de literatuur geen eenduidigheid over de vraag of de schadevergoeding die een dochtermaatschappij verschuldigd is in de vorm van wettelijke rente over de door een 403-verklaring gedekte vordering, valt onder de 403-schulden van de moedermaatschappij. De vordering voor het betalen van de vertragingsschade vindt zijn grondslag immers eerder in de wet, dan in een rechtshandeling van de dochtermaatschappij. Er bestaat echter wel een rechtstreeks verband met de rechtshandeling waaruit de verschuldigde geldsom voortvloeit, nu de vordering voor wettelijke rente ontstaat vanwege het niet nakomen van een als gevolg van de rechtshandeling ontstane verplichting.[21] Uit jurisprudentie valt bovendien af te leiden dat voor aansprakelijkheid onder een 403-verklaring niet slechts sprake hoeft te zijn van schulden die rechtstreeks uit een rechtshandeling voortvloeien.[22]

Hoe dit ook zij, in het onderhavige geval doet zich de situatie voor dat niet alleen bij SNS Bank zelf (vanwege haar faillissement) sprake is van vertraging in de voldoening van een geldsom. Voor SNS Reaal is immers evenzeer een (hypothetische) faillissementsprocedure geopend als voor SNS Bank, en wij gaan ervan uit dat het eerste faillissement van SNS Bank gedurende dezelfde periode zal worden afgewikkeld als het eerste faillissement van SNS Reaal. Dat het eerste faillissement van SNS Bank gedurende dezelfde periode zal worden afgewikkeld als het eerste faillissement van SNS Reaal, is volgens de deskundigen met name waarschijnlijk omdat zij aannemen dat de 403-(hoofd)vorderingen integraal zouden zijn

---

[19] W.H. van Boom, *Hoofdelijke verbintenissen*, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1999, p. 47, 73-74 en 148.

[20] Zie Asser/Sieburgh 6-I 2016/100 & 118; W.H. van Boom, *Hoofdelijke verbintenissen*, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1999, p. 74.

[21] Zie: C. Spierings, *De eenzijdige rechtshandeling*, Deventer: Kluwer 2016, p. 217 (betogende dat een verband bestaat tussen de vordering tot betaling van de vertragingsschade en de rechtshandeling waar de verschuldigde som uit voortvloeit); J. van der Kraan, *De groepsvrijstelling op basis van artikel 2:403 BW: aansprakelijkheid van de moedervennootschap en de positie van schuldeisers*, Tilburg: Celcus 2012, p. 39-40; C. Spierings, 'Verbintenisrechtelijke aspecten van de 403-verklaring: Over eenzijdigheid, uitleg en vergeten verklaringen', *Nederlands Tijdschrift voor Burgerlijk Recht* 2012/14, para. 1.2 (beide betogende dat de wettelijke rente niet onder de 403-schulden valt). Zie ook: C.R. Huiskes, 'Enige beschouwingen omtrent de '403-verklaring'', *Tijdschrift voor Jaarrekeningenrecht* (2015) nr. 2, p. 39.

[22] Gerechtshof 's-Hertogenbosch, 24 januari 2012, ECLI:NL:GHSHE:2012:BV1960, *JOR* 2012/165, m.nt. Bertrams.

ingediend, zowel in het eerste faillissement van SNS Bank, als in het eerste faillissement van SNS Reaal.

In de literatuur wordt aangenomen dat als beide hoofdelijk schuldenaren in verzuim zijn, voor beide schuldenaren de hoofdelijke plicht ontstaat de vertragingsschade in de vorm van wettelijke rente te vergoeden.[23] Dit uitgangspunt geldt ook bij de wettelijke regeling van borgtocht, waaraan de wettelijke regeling van hoofdelijkheid ten grondslag ligt.[24] Heersende mening in literatuur lijkt te zijn dat uit art. 7:856 BW volgt dat indien zowel de hoofschuldenaar als de borg in verzuim verkeren met de voldoening van hun schuld, zij hoofdelijk verbonden zijn voor de verschuldigde wettelijke rente.[25]

Wij achten het aannemelijk dat het bovenstaande *mutatis mutandis* geldt voor de wettelijke handelsrente in de zin van art. 6:119a BW. Enerzijds is, in tegenstelling tot de wettelijke rente in de zin van art. 6:119 BW, de wettelijke handelsrente verschuldigd zodra de betalingstermijn is overschreden en is verzuim in de zin van art. 6:83 BW derhalve niet vereist.[26] Wij gaan echter ervan uit dat (ook) SNS Reaal gedurende haar eerste faillissement als hoofdelijk schuldenaar geen betaling van het op grond van de lening overeengekomen verschuldigde zal verrichten. Het bovenstaande brengt dan ook mee dat SNS Reaal (ook zelf) als hoofdelijk schuldenaar (vanwege haar faillissement) op grond van art. 6:119a BW schadevergoeding verschuldigd is wegens vertraging van de voldoening van een geldsom in de vorm van wettelijke handelsrente van die som over de periode na afloop van de looptijd van de leningen.

[23] W.H. van Boom, *Hoofdelijke verbintenissen*, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1999, p. 74.
[24] Vgl. G.J.L. Bergervoet, *Borgtocht*, Deventer: Kluwer 2014, p. 37-39.
[25] G.J.L. Bergervoet, *Borgtocht*, Deventer: Kluwer 2014, p. 194; GS Bijzondere overeenkomsten, artikel 856 Boek 7, aant. 5.
[26] GS Verbintenissenrecht, artikel 119a Boek 6 BW, aant. 7.

Bijlage 11. Zienswijze mr. R. Schimmelpenninck

Mr. R.J. Schimmelpenninck
Keizersgracht 814
1017EE Amsterdam

Amsterdam, 25 april 2018

Beste Louis,

Naar aanleiding van jouw vraag hoe curatoren in het faillissement van DSB Bank zijn omgegaan met de na faillissementsdatum al of niet verschuldigdheid van wettelijke rente nà afloop van de contractuele termijn, deel ik je het navolgende mede:

In het faillissement van DSB hebben we onderkend dat hierover discussie kan bestaan. Wij zijn er echter vanuit gegaan dat DSB in verzuim is geraakt mede op basis van een advies van Jako van Hees. Onze overwegingen waren samengevat als volgt.

1. De wetgever heeft met de regeling omtrent de ingebrekestelling beoogd de rechter de mogelijkheid te bieden tot een redelijke oplossing te komen op basis van wat in de gegeven omstandigheden redelijkerwijs van partijen mocht worden verwacht in geval partijen zonder gedetailleerde kennis van de wet hebben gehandeld. De regeling is niet bedoeld als strakke regel die de schuldeiser in de praktijk naar de letter moeten toepassen na raadpleging van de wet (Parl. Gesch. Boek 6, p. 289).

2. Aanknopingspunten dat verzuim in het geval van DSB in faillissement is ontstaan zijn:
    a. het doel van een ingebrekestelling (art. 6:82 lid 2 BW) is de schuldenaar de mogelijkheid te geven alsnog te presteren binnen een redelijke termijn. Het vereiste van ingebrekestelling heeft geen reële betekenis in geval van faillissement. Voldoening kan in faillissement uitsluitend via verificatie en uitdeling plaatsvinden. Met een ingebrekestelling kan de schuldeiser hier geen invloed op uitoefenen.
    b. een aansprakelijkstelling zonder termijnstelling (art. 6:82 lid 2 BW) heeft evenmin reële betekenis. De faillissementswet voorziet in de indiening van een vordering ter verificatie (art. 110 Fw), zodat een afzonderlijke aansprakelijkstelling overbodig voorkomt. De schuldenaar en de curator zullen hun gedrag ook niet (kunnen) laten afhangen van een dergelijke afzonderlijke aansprakelijkstelling. Dit sluit aan bij de ratio van art. 6:83 sub c BW dat verzuim intreedt zonder ingebrekestelling indien de schuldeiser uit een mededeling van de schuldenaar kan afleiden dat deze in de nakoming zal tekortschieten.
    c. berichtgeving in openbare verslagen, persberichten en brieven van de curator aan schuldeisers in reactie op ingediende vorderingen kunnen kwalificeren als mededelingen dat de schuldenaar in de nakoming van zijn verplichtingen zal tekortschieten (art. 6:83 sub c BW). Dit strookt ook met het uitgangspunt dat een vordering onder opschortende tijdsbepaling opeisbaar wordt zodra de schuldenaar failliet wordt verklaard (art. 6:40 sub a BW).
    d. de wetgever gaat ervan uit dat de schuldenaar in de regel door zijn faillietverklaring in verzuim raakt (Kortmann/Faber: Geschiedenis van de Faillissementswet, Wetswijzigingen, p. 94) en zo wordt het gevolg van een faillissement ook door schuldeisers opgevat. De schuldenaar kan niet meer betalen.

3. Mocht een ingebrekestelling wel nodig zijn, dan is goed verdedigbaar dat het vasthouden aan dit vereiste in de gegeven omstandigheden naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is (6:248 lid 2 BW). Relevante omstandigheden daarbij zijn:
    a. schuldeisers van DSB hoefden niet bedacht te zijn op het feit dat een afzonderlijke ingebrekestelling/aansprakelijkstelling vereist is (mede omdat het voornamelijk om particulieren gaat) en hoefden redelijkerwijs geen rekening te houden met het belang daarvan.
    b. dergelijke afzonderlijke ingebrekestellingen/aansprakelijkstellingen zouden een aanzienlijke administratieve last voor schuldeisers en DSB met zich brengen.

c. het is voor DSB niet mogelijk haar gedrag te bepalen aan de hand van de vraag of ingebrekestelling heeft plaatsgevonden.

Art. 24 Fw belet noch het ontstaan noch de opeisbaarheid van vorderingen, maar beperkt slechts de verifieerbaarheid van vorderingen die zijn ontstaan uit verbintenissen die na de faillietverklaring zijn ontstaan. De leningsdocumentatie kent bovendien meestal de standaardbepaling dat deze uitstaande som direct opeisbaar wordt in geval van faillissement van de schuldenaar. De schuldenaar kan daarnaast geen beroep doen op een tijdsbepaling (bijvoorbeeld bij meerjarige deposito's of obligaties) in geval van zijn faillissement (6:40 onder a BW).

Al met al heb ik geen twijfel. Zowel bij leningen aan de failliet met een bepaalde termijn als bij leningen aan de failliet zonder tijdsbepaling is ingebrekestelling om de wettelijke rente verschuldigd te laten worden niet nodig.

Bij het faillissement van DSB Bank is het vooruitzicht de afgelopen jaren steeds duidelijker geworden dat de geverifieerde vorderingen volledig kunnen worden betaald en dat het saldo dat daarna resteert aan de vorderingen wegens rente die in het eerste faillissement is opgelopen pro rata toekomt in het tweede faillissement. Niemand heeft dit betwist. Verder hebben curatoren in het aanbod aan schuldeisers om hun vorderingen af te kopen tegen kwijtschelding van de renteaanspraak ook berekeningen gepubliceerd waarin de rentevorderingen zijn gebaseerd op de contractueel overeengekomen rente tot de einddatum van de afspraak terzake en verder op de wettelijke consumentenrente. Niemand heeft hier commentaar op gegeven.

Met vriendelijke groet,

Rutger Schimmelpenninck