

Vergaderjaar 2019–2020

21 501-07

Raad voor Economische en Financiële Zaken

Nr. 1699

BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 27 mei 2020

Hierbij geef ik naar aanleiding van het verzoek van de vaste commissie van Financiën van 23 april jl. een reactie op het artikel «*Champagne-, tabaks- en olieconcerns sluizen coronageld door naar aandeelhouders*» van Follow the Money (FTM)¹.

Ik zal in deze brief eerst de belangrijkste punten uit het artikel van FTM benoemen. Vervolgens zal ik een beschrijving geven van de belangrijkste programma's van de Europese Centrale Bank (ECB) en dan met name het aankoopprogramma voor bedrijfsobligaties waar het artikel van FTM over gaat. Daarna zal ik ingaan op hoe de ECB door middel van hetaankopen van bedrijfsobligaties haar mandaat van prijsstabiliteit poogt na te streven. Ten slotte zal ik een reactie geven op de bevindingen van FTM.

FTM-artikel

Het artikel van FTM gaat in op het aankopen van bedrijfsobligaties door de ECB². De ECB koopt bedrijfsobligaties via het *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP) en sinds kort ook tijdelijk via het *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP). Volgens het FTM-artikel profiteren voornamelijk grote bedrijven van deze ECB-programma's in tegenstelling tot het midden- en kleinbedrijf. Het FTM-artikel stelt verder dat de ECB binnen het CSPP en PEPP ook bedrijfsobligaties van oliebedrijven en sigarettenfabrikanten koopt en dat dit indruist tegen Europese milieu- en sociale doelstellingen. Tot slot stelt het artikel dat sommige bedrijven de ECB-programma's gebruiken om dividend uit te keren aan hun aandeelhouders en om hun eigen aandelen terug te kopen.

¹ Zie: <https://www.ftm.nl/artikelen/ecb-geld-coronacrisis-aandeelhouders-champagne-tabaks-en-olieconcerns>.

² Met de ECB wordt het Eurosysteem bedoeld. Het Eurosysteem bestaat uit de ECB en de nationale centrale banken van de landen die de euro hebben ingevoerd.

De ECB koopt sinds juni 2016 binnen het CSPP hoogwaardige («*investment-grade*») bedrijfsobligaties in de primaire en secundaire markt op.⁴ Alleen bedrijfsobligaties met een resterende looptijd van minder dan 31 jaar die zijn uitgegeven in euro's door bedrijven gevestigd in de eurozone kunnen worden gekocht. Obligaties van banken en andere kredietinstellingen zijn uitgesloten van het programma. Op 18 maart jl. besloot de ECB om de categorieën van in aanmerking komende activa binnen het CSPP uit te breiden tot niet-financieel handelspapier (*commercial paper*) met een resterende looptijd van minimaal 28 dagen, waarvoorheen een minimale resterende looptijd van 6 maanden gold voor niet-financieel handelspapier. Het gaat hier om schuldinstrumenten met een originele looptijd van maximaal 1 jaar. Hierdoor komen meer handelspapieren van voldoende kredietkwaliteit en die voldoen aan de andere voorwaarden in aanmerking voor aankoop binnen het CSPP.

Het CSPP is onderdeel van het bredere *Asset Purchase Programme* (APP). Binnen dit bredere aankoopprogramma, dat ook wel bekend staat als «*Quantitative Easing*», koopt de ECB naast bedrijfsobligaties ook door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen (PSPP), gedekte obligaties (CBPP3) en door activa gedekte effecten (ABSPP). Volgens de ECB wordt met het APP beoogt om de transmissie van het monetaire beleid te verbeteren, de kredietverstrekking aan de economie van het eurogebied te vergemakkelijken, minder strenge leningencondities voor huishoudens en ondernemingen te bewerkstelligen en zo op middellange termijn een aanhoudende convergentie van het inflatieniveau van net onder maar dichtbij de 2% te ondersteunen. Hiermee geeft de ECB invulling aan het hoofddoel van de ECB om prijsstabiliteit te handhaven.

De ECB koopt sinds 26 maart 2020 ook bedrijfsobligaties en de hierboven genoemde andere obligaties binnen het *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP). Het tijdelijke PEPP is door de ECB ingesteld als reactie op de negatieve economische gevolgen van de COVID-19 uitbraak. Volgens de ECB kunnen deze negatieve economische gevolgen het doel van prijsstabiliteit en de werking van het transmissiemechanisme van het monetair beleid in gevaar brengen. De voorwaarden voor het kopen van bedrijfsobligaties die door de ECB worden gehanteerd binnen het PEPP zijn dezelfde als binnen het CSPP.

Kanalen CSPP

Het opkopen van bedrijfsobligaties is een van de instrumenten die de ECB inzet in het nastreven van haar doel van prijsstabiliteit. Door de toetreding van de ECB tot de markt voor bedrijfsobligaties stijgt de vraag naar deze obligaties. Dit zorgt in eerste instantie voor een neerwaarts effect op de rente op bedrijfsobligaties die passen binnen de randvoorwaarden van het CSPP. Deze rentedaling kan de vraag naar krediet bij bedrijven stimuleren en daarmee de investeringen en consumptie aanjagen, hetgeen een opwaarts effect heeft op het algemeen prijspeil.

Het aankopen van bedrijfsobligaties binnen het CSPP kan indirect ook leiden tot een lagere rente op bedrijfsobligaties die niet vallen binnen de

³ Jaarlijkse informatiebrief risico's DNB en de Nederlandse staat als gevolg van ECB-beleid (Kamerstuk 21 501-07, nr. 1696).

⁴ Het opkopen van bedrijfsobligaties op de primaire markt valt niet onder de definitie van monetaire financiering. Monetaire financiering, wat verboden is in de eurozone (Art. 123 VWEU), heeft betrekking op overheidsschuld. De ECB koopt thans het merendeel van de bedrijfsobligaties binnen het CSPP op de secundaire markt (81% per 1 mei 2020).

voorwaarden van het CSPP, zoals bedrijfsobligaties die niet voldoen aan de voorwaarde van een hoogwaardige («*investment-grade*») kredietkwaliteit. Vanwege de afgenomen rente op bedrijfsobligaties die in aanmerking komen voor het CSPP worden investeerders aangespoord om meer bedrijfsobligaties te kopen die niet in aanmerking komen voor het CSPP, om zo een hoger verwacht rendement te kunnen behalen (portfolio herbalanceringskanaal). Zo draagt het CSPP volgens de ECB ook bij aan gunstigere financieringscondities voor bedrijven waarvan de bedrijfsobligaties niet binnen de voorwaarden van het CSPP vallen.⁵

Reactie op FTM-artikel

Volgens het FTM-artikel koopt de ECB alleen waardepapieren (*commercial paper*) met een minimale uitgifte van 10 miljoen euro. Hierdoor zou de ECB alleen schuld opkopen van de allergrootste, veelal beursgenoteerde, multinationals. Het klopt dat de ECB alleen niet-financieel handelspapier (schuldinstrumenten met een initiële looptijd van maximaal 1 jaar) koopt met een minimale uitgifte van 10 miljoen euro. Echter, voor het opkopen van langerlopende schuldinstrumenten zoals bedrijfsobligaties geldt geen ondergrens. Dit betekent dat ook obligaties met een kleinere uitgifte, zoals van kleinere bedrijven, onder het programma vallen. Het MKB maakt tegelijkertijd slechts een zeer klein deel uit van de obligatiemarkt in het eurogebied. Hierdoor is de mogelijkheid om de schuldinstrumenten van het MKB op te kopen beperkt. Bovendien voldoet een groot deel van de schuldinstrumenten van het MKB niet aan de minimumvereisten van het Eurosysteem voor kredietwaardigheid waardoor deze niet kunnen worden opgekocht door de ECB.

De ECB poogt tijdens haar operaties marktneutraal op te treden. Dat wil zeggen dat de ECB wil vermijden dat zij te grote concentraties van bepaalde marktsegmenten in handen krijgt en daarmee prijsverstoring optreedt. Dit principe wordt ook gehanteerd binnen het CSPP. De portefeuille op de ECB-balans weerspiegelt dan ook het aanbod van beschikbare bedrijfsobligaties die voldoen aan de randvoorwaarden.

Ondanks dat het CSPP primair gericht is op bedrijven die gebruikmaken van financiering via de obligatiemarkt, kan volgens de ECB het MKB ook indirect profiteren van dit programma. Als gevolg van het CSPP kunnen grote ondernemingen in toenemende mate zichzelf financieren door het uitgeven van obligaties (in plaats van bankleningen). Hierdoor wordt er capaciteit op de balans van banken vrijgemaakt voor potentiële leningen aan andere bedrijven, inclusief het MKB. Vanwege de vrijgekomen ruimte op de balans van banken wordt ook bankfinanciering voor deze bedrijven voordeliger. Volgens de ECB kan via dit kanaal dus ook het MKB profiteren van het opkoopprogramma.⁶

Naast instrumenten gericht op de obligatiemarkt, waar voornamelijk grotere bedrijven actief zijn, heeft de ECB ook instrumenten gericht op kredietverlening door banken, waar het MKB meer gebruik van maakt. Zo zijn de *Targeted Longer-Term Refinancing Operations* (TLTROs) gericht op het stimuleren van de kredietverlening via banken aan huishoudens en niet-financiële bedrijven. Banken kunnen door middel van TLTROs tegen gunstigere voorwaarden liquiditeit aantrekken bij de ECB wanneer zij voldoende leningen verstrekken aan niet-financiële bedrijven. Volgens de

⁵ De Santis, R. A., Geis, A., Juskaite, A., & Vaz Cruz, L. (2018). *The impact of the corporate sector purchase programme on corporate bond markets and the financing of euro area non-financial corporations*. ECB Economic Bulletin, Issue 3 / 2018.

⁶ Betz, F., & De Santis, R. A. (2019). *ECB corporate QE and the loan supply to bank-dependent firms*. ECB Working Paper No 2314.

ECB kan het MKB ook profiteren van het *Asset-Backed Securities Purchase Programme* (ABSPP) waarbinnen de ECB o.a. gesecuritiseerde MKB-leningen koopt. Het verstrekken van leningen aan het MKB wordt hierdoor aantrekkelijker aangezien banken deze lening in gesecuritiseerde vorm kunnen verkopen aan de ECB. Volgens de ECB kunnen de financieringslasten van het MKB ook via het onderpandraamwerk worden verlicht. Banken kunnen namelijk zogenaamde *credit claims* (leningen aan o.a. het MKB) als onderpand inzetten om liquiditeit aan te trekken bij de ECB. Dit verlaagt de (opportuniteits)kosten voor banken wanneer zij leningen verstrekken aan het MKB. Tot slot profiteert het MKB net als grotere bedrijven van het beleid van de ECB als gevolg van de doorwerking van lagere beleidsrentes naar bancaire uitleenrentes.

Het FTM-artikel beschrijft verder dat de ECB binnen het CSPP ook bedrijfsobligaties van oliebedrijven en sigarettenfabrikanten koopt. Volgens de ECB is het om de effectiviteit van het monetair beleid te waarborgen noodzakelijk dat het aanbod van bedrijfsobligaties dat in aanmerking komt voor het CSPP breed is en dat geen onderscheid wordt gemaakt op basis van de economische activiteit van de emittenten van de obligaties.⁷ Zo wordt volgens de ECB een gelijk speelveld voor alle marktdeelnemers behouden en worden marktverstoringen in specifieke marktsegmenten vermeden. De implementatie van het CSPP is gebaseerd op het principe van marktneutraliteit en zodoende is er geen positieve of negatieve discriminatie op basis van milieu- of sociale criteria. Met inachtneming van het principe van marktneutraliteit worden onder het CSPP ook groene bedrijfsobligaties gekocht.⁸

De ECB heeft bij de lancering van de evaluatie van de monetaire beleidsstrategie op 23 januari 2020 aangegeven dat milieuduurzaamheid deel zal uitmaken van de evaluatie.⁹ De ECB heeft daarbij aangegeven rekening te houden met hoe milieuduurzaamheid relevant kan zijn bij het vervullen van het mandaat.¹⁰ Zo heeft de ECB al laten weten het belangrijk te vinden dat kredietbeoordelaars standaarden ontwikkelen om ecologische, maatschappelijke en governance aspecten mee te nemen.¹¹

Het FTM-artikel beschrijft verder dat bepaalde bedrijven waarvan de ECB op de primaire of secundaire markt bedrijfsobligaties heeft aangekocht, in het verleden de dividenduitkeringen hebben verhoogd of eigen aandelen hebben teruggekocht. Of een bedrijf aandelen terugkoopt of dividend uitkeert hangt van veel verschillende factoren af, waaronder bijvoorbeeld de winstgevendheid, de stabiliteit van inkomsten en de investeringsmogelijkheden. Deze afweging is in beginsel aan bedrijven en kan verschillen per bedrijf. Een verruiming van de financiële condities middels het CSPP kan ook van invloed zijn op deze afweging. Deze afweging kan echter ook worden beïnvloed door diverse overige mondiale economische ontwikkelingen buiten de invloed van het CSPP, zoals de stijging van de mondiale besparingen die de wereldwijde rentes drukken, onzekerheid die de investeringsbereidheid van bedrijven kan verlagen en sectorale ontwikkelingen in de winstgevendheid van bedrijven. Het effect van het CSPP op dividenduitkeringen en de terugkoop van aandelen is daarom lastig eenduidig vast te stellen. De afgelopen jaren is er ook in landen waar de centrale bank geen bedrijfsobligaties opkoopt sprake geweest van een stijgende trend in de dividenduitkeringen en terugkoop van aandelen.

⁷ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/cspp-qa.en.html>.

⁸ De Santis, R. A., Hettler, K., Roos, M., & Tamburrini, F. (2018). *Purchases of green bonds under the Eurosystem's asset purchase programme*. ECB Economic Bulletin, Issue 7/2018.

⁹ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200123~3b8d9fc08d.nl.html>.

¹⁰ Aanhangsel Handelingen II 2019/20, nr. 1694.

¹¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp191017~8c8b08be0d.en.html>.

Onderzoek naar het effect van het CSPP laat een gemengd beeld zien. Er zijn aanwijzingen dat het CSPP zowel gepaard kan zijn gegaan met meer investeringen in de reële economie door bedrijven als meer dividenduitkeringen.¹²

Slot

Tot slot hecht ik eraan om te benadrukken dat de ECB onafhankelijk is. Het CSPP en het PEPP zijn onderdeel van het monetair beleid van de ECB en het is aan de ECB om hier in onafhankelijkheid over te beslissen.

De Minister van Financiën,
W.B. Hoekstra

¹² Ertan, A., Kleymenova, A., & Tuijn, M. (2020). *Financial Intermediation Through Financial Disintermediation: Evidence from the ECB Corporate Sector Purchase Programme*. Chicago Booth research paper No. 18-06; Cohen, L., Gómez-Puig, M., & Sosvilla-Rivero, S. (2019). *Has the ECB's monetary policy prompted companies to invest, or pay dividends?* Applied Economics No. 51-45; Arce, O., Gimeno, R., & Mayordomo, S. (2018). *The effects of the Eurosystem's Corporate Sector Purchase Programme on Spanish companies*. Banco de España Economic Bulletin 1/2018.