

‘Verpakken’ van leningen via securitisaties stil gevallen, gedekte obligaties populairder

Na het uitbreken van de kredietcrisis kwam de openbare markt voor het bundelen van woninghypotheken en andere kredieten en het doorverkopen daarvan aan speciaal daarvoor opgerichte ondernemingen, zogeheten ‘special purpose vehicles’ (SPV’s), stil te liggen. Beleggers vertrouwden deze gesecuritiseerde leningen niet meer en eisten hoge risicopremies voor door SPV’s uitgegeven obligaties. In de afgelopen twee jaar, van juli 2007 tot juni 2009, werd in Nederland met EUR 195 miljard niettemin meer gesecuritiseerd dan ooit (bijna driekwart van het emissievolume van alle voorgaande jaren samen). Banken kochten het door SPV’s uitgegeven schuldpapier grotendeels zelf om het als onderpand te kunnen gebruiken voor leningen van het Eurosysteem. Naar schatting bezitten de Nederlandse banken, met circa EUR 250 miljard, 70% van het schuldpapier dat door Nederlandse SPV’s is uitgegeven. In het derde kwartaal van 2009 vonden geen securitisaties plaats. Enkele Nederlandse banken zijn overgestapt op emissies van gedekte obligaties, die in dat kwartaal met EUR 4 miljard beduidend meer bedroegen dan in het verleden.

Inleiding

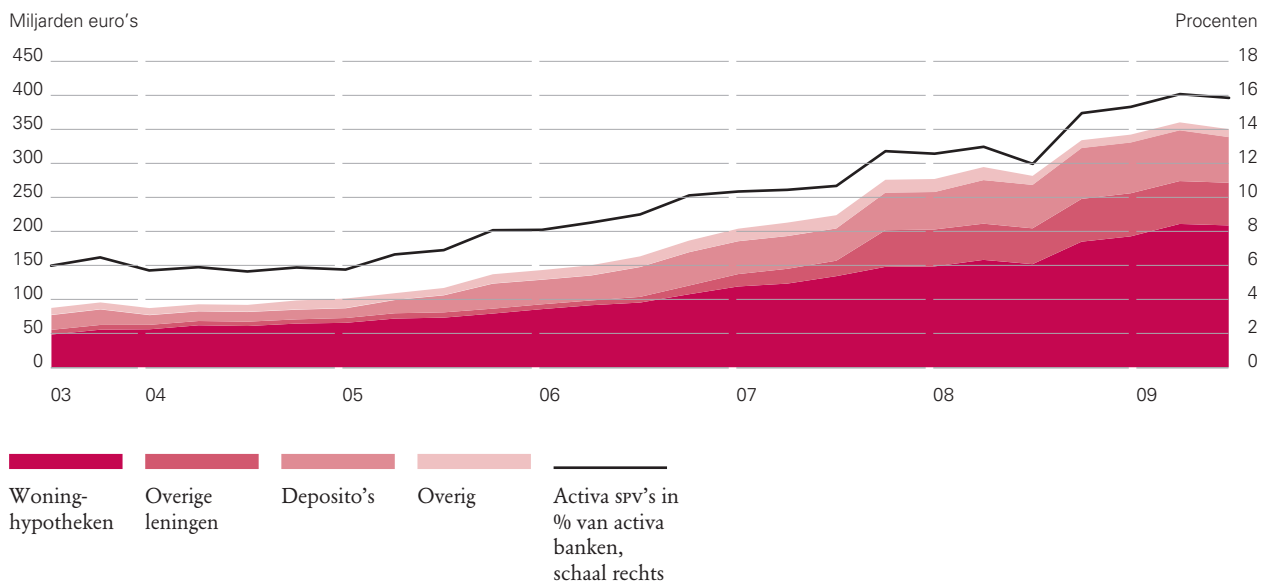
De eerste securitisaties vonden plaats met woninghypotheken in de VS in de jaren '70 van de vorige eeuw. In Nederland werd voor het eerst een securitisatie van leningen uitgevoerd in 1996, ook met woninghypotheken.

Het is een techniek, ook nog wel eens aangeduid met effectisering, waarmee kredieten of andere minder liquide activa van met name financiële instellingen worden gebundeld en omgezet in verhandelbare effecten. Vaak worden deze effecten uitgegeven in tranches met verschillend risicoprofiel. De betalingen die de emittent van deze effecten moet verrichten aan beleggers, worden dan gevoed vanuit de kasstromen van de oorspronkelijke kredieten (zoals bijvoorbeeld rente en aflossingen op woninghypotheken). Daarom worden deze effecten ook wel *asset-backed securities* (ABS) genoemd.

Om dit proces te begeleiden en te waarborgen dat de terugbetaling van de effecten niet beïnvloed wordt door de financiële positie van de oorspronkelijke kredietverstrekker, wordt doorgaans een speciale onderneming (*special purpose vehicle*, SPV) opgericht. Deze SPV neemt de activa van de oorspronkelijke kredietverstrekker (*originator*) over en geeft de ABS uit. De originator heeft aldus illiquide vorderingen en de daarmee samenhangende (krediet)risico's van de balans verwijderd, zo was althans de gedachte. Daarmee verbetert de solvabiliteit van de originator en kan de vrijgekomen ruimte worden aangewend voor nieuwe kredietverlening. Securitisaties vormen ook een belangrijke financieringsbron voor de kredietverstrekking.

In de afgelopen decennia heeft securitisatie een hoge vlucht genomen en zijn ook meer geavanceerde vormen ontwikkeld. Zo zijn er naast de meer homogene

Grafiek 1 Activa van Nederlandse SPV's



leningen als woninghypotheken ook andere leningen gesecuritiseerd. In Nederland betreft dit vooral bedrijfskredieten en – in mindere mate – consumptieve kredieten en autoleningen.

Voor al de verschillende vormen van door spv's uitgegeven schuld papier wordt in dit artikel de meer algemene benaming ABS gehanteerd, tenzij specifiek sprake is van schuld papier met hypotheken als onderpand, die met *mortgage-backed securities* (MBS) worden aangeduid. In dit artikel wordt ingegaan op de ontwikkelingen bij Nederlandse spv's in de afgelopen jaren op basis van cijfers tot en met het derde kwartaal van 2009.^{1 2}

Veel securitisaties in Nederland

Sinds 1996 zijn securitisaties in Nederland sterk toegenomen. In dertien jaar is het balanstotaal van spv's gestegen tot EUR 350 miljard (bijna 16 procent van het balanstotaal van banken; grafiek 1). In het derde kwartaal van 2009 trad echter een substantiële daling op, met name doordat een omvangrijk synthetisch securitisatieprogramma van bedrijfskredieten afliep.

Uit eind september 2009 bestond de balans van spv's voor EUR 235 miljard uit gesecuritiseerde leningen. Woninghypotheken vormen met EUR 208 miljard daarvan de belangrijkste post. Naar schatting staat daarmee ongeveer een derde van de Nederlandse woninghypotheken op de balans van spv's. Overige gesecuritiseerde leningen (EUR 27 miljard) hebben vooral betrekking op bedrijfskredieten.

Een andere belangrijke actiefpost betreft de deposito's (EUR 67 miljard). Deze bestaat grotendeels uit ver-

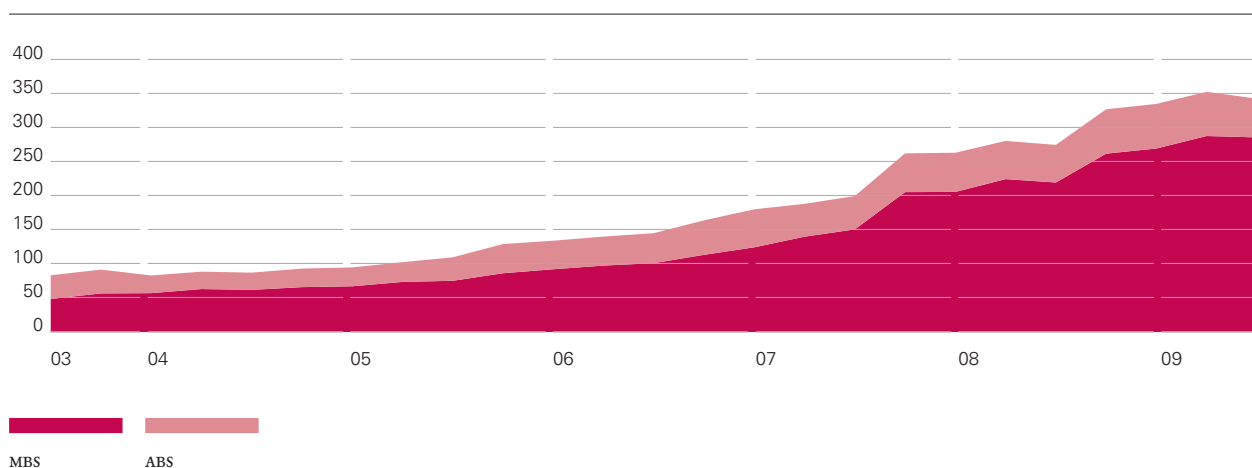
mogen dat in het kader van een synthetische securitisatie door spv's is gesteld bij een bank ter zekerheid dat een spv aan zijn verplichtingen tegenover de beleggers kan voldoen³. Het merendeel van deze post (EUR 46 miljard) is een weerspiegeling van synthetisch gesecuritiseerde woninghypotheken (deze hypotheken zijn zelf op de balans van de originator blijven staan). Nog eens EUR 30 miljard aan uitstaande overige leningen heeft eveneens te maken met woninghypotheken⁴. Tegenhanger van de gesecuritiseerde hypotheken aan de passiefzijde van de balans van spv's vormen de uitstaande MBS, die met EUR 285 miljard ruim 80% van het totaal uitstaand schuld papier van spv's uitmaken (grafiek 2).

Veruit de meeste securitisaties worden verricht door banken, hetgeen in lijn is met hun kredietverlenende functie in de maatschappij. Zo zijn 86% van de activa die op de balans van de spv's staan afkomstig van banken (grafiek 3). Voor verzekeraars en pensioenfondsen betreft dit 3%. Het aandeel van de overige financiële instellingen bedraagt 10%. Dit zijn vooral hypotheekverstrekkende instellingen die geen bank zijn, maar bijvoorbeeld gespecialiseerde dochterondernemingen van banken of intermediairs (met een veelal buitenlandse moederinstelling) die in Nederland hypotheken verstrekten om deze vervolgens direct in de vorm van MBS door te plaatsen bij beleggers.

Nederlandse spv's nemen naar schatting ongeveer 20 procent van Europese securitisaties voor hun rekening. Dit forse aandeel houdt verband met de sterke groei van de woninghypotheken in Nederland in de periode 1996-2007. Om deze hypotheken te kunnen verstrekken, was er behoefte aan additionele financieringsbronnen. Tegelijkertijd was sprake van lage rentestanden en

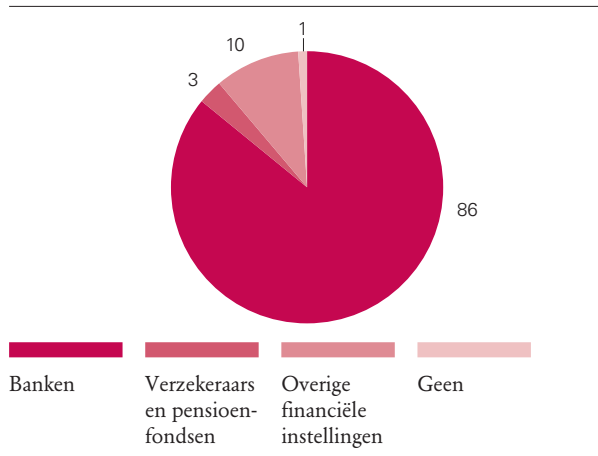
Grafiek 2 Uitstaand schuld papier van Nederlandse spv's

Miljarden euro's



Grafiek 3 Activa op balans van Nederlandse spv's naar sector van de originator

In procenten van totaal



bestond er vanuit beleggers vraag naar gesecuritiseerde hypotheekleningen vanwege het hogere rendement hierop ten opzichte van de ingeschatte risico's.

Inmiddels is het vertrouwen bij beleggers in gesecuritiseerde producten ernstig beschadigd. De onzekerheid die ontstond in de zomer van 2007 als gevolg van problemen in de vs met de terugbetaling van risicovolle hypotheekleningen, verspreidde zich via de securiti-

aties van deze leningen wereldwijd naar de geld- en kapitaalmarkten. Gevolgen waren een vertrouwenscrisis, een vergroot risicobesef, oplopende risicopremies, opdroging van de liquiditeit op de diverse kredietmarkten en afwaarderingen op gesecuritiseerde producten.

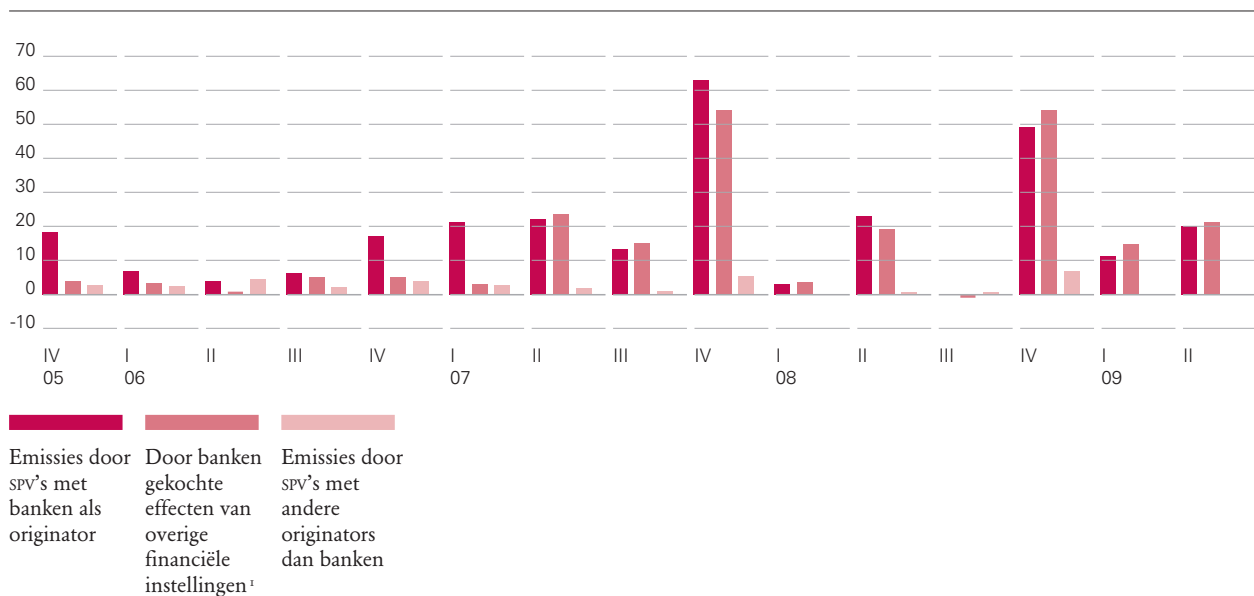
Securitisaties voor liquiditeitsdoeleinden

Onder deze omstandigheden konden nog nauwelijks gesecuritiseerde leningen aan beleggers worden verkocht. Niettemin is er in Nederland sinds de uitbraak van de kredietcrisis meer gesecuritiseerd dan voorheen. In de periode juli 2007-juni 2009 werd namelijk EUR 195 miljard (waarvan EUR 181 miljard door banken) via Nederlandse spv's gesecuritiseerd, bijna driekwart van het totale emissievolume in alle voorgaande jaren samen (grafiek 4).

Waar vóór de kredietcrisis de ABS vooral werden verkocht aan beleggers, kochten de banken sinds het tweede kwartaal van 2007 de effecten van de door hen geïnitieerde securitisaties grotendeels zelf. Op die manier zetten banken een deel van hun illiquide leningenportefeuille op hun balans om in verhandelbare effecten. Dit deden zij om liquiditeitsproblemen te voorkomen. Banken hadden namelijk vanwege de onzekere situatie behoefte aan liquiditeit, maar konden

Grafiek 4 Emissies door Nederlandse spv's naar sector van de originator en door banken gekochte effecten

Miljarden euro's



¹ Betreft andere (Nederlandse) financiële instellingen dan banken, verzekeraars en pensioenfondsen (waaronder spv's).
Bron: CBS, DNB.

daarvoor niet meer terecht op de geldmarkt. Zij leenden elkaar nauwelijks geld meer, onder andere vanwege het onzekere kredietrisico. In reactie daarop heeft het Eurosysteem banken in de gelegenheid gesteld om extra geld te lenen, waarvoor ze wel onderpand moeten verstrekken. Als onderpand accepteert het Eurosysteem, onder bepaalde voorwaarden, ook ABS (zie box). Door leningen te securitiseren en de uitgegeven ABS zelf te kopen, creëren banken tegen lage kosten onderpand (beleenbare activa) waarmee zij bij liquiditeitskrapte voldoende kunnen lenen van het Eurosysteem.

Concrete cijfers over aankopen door Nederlandse banken van ABS zijn niet beschikbaar, maar afgaande op het bancaire bezit van alle effecten die zijn uitgegeven door andere financiële instellingen dan banken, verzekeraars en pensioenfondsen, hebben de banken sinds de uitbraak van de kredietcrisis (augustus 2007) naar schatting voor circa EUR 180 miljard aan schuld papier van Nederlandse SPV's gekocht (grafiek 4). Per september 2009 bezitten zij naar schatting voor circa EUR 250 miljard aan ABS van Nederlandse SPV's, wat ongeveer 70% is van de door deze SPV's uitgegeven effecten en

circa 60% van het totale bezit van banken aan schuld papier.

Risico-opslagen dalen na sterke stijging

De turbulentie op de internationale financiële markten leidde in 2007 tot het eerdergenoemde vergroot risicobesef en herprijzing van de risico's. Beleggers verlangden steeds hogere risico-opslagen voor ABS. Dat verschilde voor diverse tranches/categorieën papier, afhankelijk van het risicoprofiel. Voor tranches met de hoogste kwaliteit (AAA-rating) stegen de risicospreads minder sterk dan voor de lagere tranches, die de eerste verliezen moeten opvangen, maar ook ABS met de hoogste ratings waren besmet geraakt door alle onzekerheden op de financiële markten.

Vóór het begin van de kredietcrisis, in augustus 2007, bedroeg de risicopremie voor Nederlandse drietot vijfjaars MBS met een AAA-rating circa 10 basispunten (één basispunt is 0,01%). In de tweede helft van 2008 was deze explosief toegenomen tot circa 370 basispun-

Box ABS als beleenbare activa bij de uitvoering van monetair beleid door het Eurosysteem

Het Eurosysteem richt zich op het handhaven van prijsstabiliteit en kan daartoe de rente verhogen of verlagen. Hierbij gaat het om de rente op kortlopende leningen die commerciële banken opnemen bij de centrale banken. Om deze officiële ECB-rentetarieven door te laten werken in de marktrente, beïnvloedt het Eurosysteem de liquiditeitspositie van de banken. Dat doet het Eurosysteem door banken in het eurogebied eerst te verplichten gemiddeld een bepaalde hoeveelheid geld, de zogenoemde minimumreserves, aan te houden bij hun nationale centrale bank. Hiermee creëert het Eurosysteem een tekort aan geld bij die banken, die daardoor afhankelijk worden van het Eurosysteem voor het verkrijgen van liquiditeiten. Vervolgens verstrekt het Eurosysteem leningen aan de banken om in hun behoefte aan geld te voorzien.

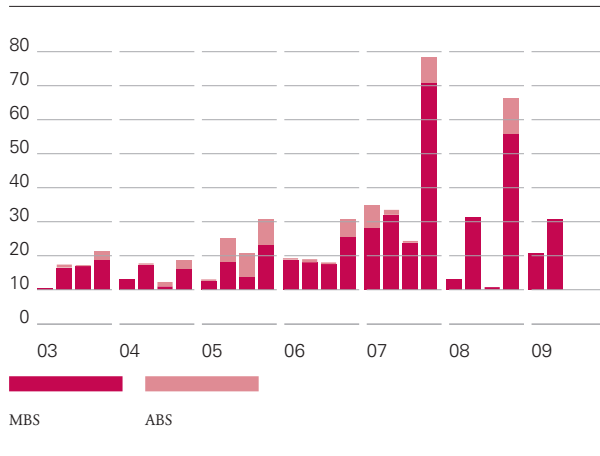
Om deze kredieten van het Eurosysteem te krijgen, moeten de banken voldoende onderpand verstrekken om te voorkomen dat er verliezen resulteren voor het Eurosysteem als banken de kredieten niet terug kunnen betalen. De zogenoemde beleenbare activa moeten daarbij aan bepaalde kredietwaardigheidscriteria voldoen. Zo moeten de activa bijvoorbeeld minimaal een A-rating hebben. Voor ABS die door een SPV zijn uit-

gegeven, gelden nog specifieke voorwaarden. Zo komen alleen ABS in aanmerking die zijn geëmitteerd bij traditionele securitisaties (en niet bij synthetische securitisaties) en die niet achtergesteld zijn bij andere tranches van dezelfde emissie. Aan ABS wordt voorts een geringere liquiditeitswaarde toegekend. Bij de waardebepaling van de beleenbare activa wordt op ABS een hoger percentage op de marktwaarde in mindering gebracht, de zogenoemde haircut, dan op activa met een hogere liquiditeitswaarde (zoals staatsobligaties).

Omdat banken elkaar nauwelijks meer krediet verstrekten, leenden de banken grote bedragen van het Eurosysteem. In reactie daarop, heeft het Eurosysteem de onderpandscriteria voor ABS begin 2009 verscherpt.⁵ Zo moeten nieuwe emissies van ABS een AAA-rating hebben en mogen de ABS niet gedekt zijn door andere ABS.⁶ Daarnaast geldt voor ABS een uniforme 'haircut' van 12% (terwijl deze voor variabelrentende ABS eerder 2% bedroeg), waar bovenop nog een extra 4,4% komt als de waardering plaatsvindt op basis van theoretische in plaats van actuele marktprijzen. Bovendien bestaat de mogelijkheid om het gebruik van bepaalde activa te beperken of uit te sluiten voor een adequate risicobescherming van het Eurosysteem.

Grafiek 5 Emissies van schuldpapier door Nederlandse spv's

Miljarden euro's



ten eind 2008.⁷ Hiermee was de markt voor securitisaties tot stilstand gekomen. Beleggers verlangden hoge risicopremies, waardoor de financieringskosten van deze transacties toenamen en securitisaties voor originators niet meer rendabel waren. Enkele hypotheekverstrekkers die deze leningen via uitgifte van schuldpapier doorverkochten en niet over andere financieringsmiddelen beschikten (bijvoorbeeld spaargeld), zijn daarom toen gestopt met het verstrekken van woninghypotheken. Begin 2009 werd een dalende trend ingezet bij de risico-opslag en nam deze af tot ongeveer 180 basispunten in het derde kwartaal van 2009. Deze daling duidt op een verbetering van het marktsentiment.

De risicopremies van Nederlandse MBS zijn overigens het laagst binnen Europa, waarschijnlijk omdat de securitisaties voor een groot deel bestaan uit woninghypotheken die zijn gegarandeerd door de Nederlandse Hypotheek Garantie (NHG). Nederlandse MBS kennen in Europa ook de geringste achterstanden in betalingen en verliezen.⁸ Een risico voor Nederlandse MBS vormen echter wel de dalende huizenprijzen, oplopende werkloosheid en de hoge leningen ten opzichte van de waarde van de huizen (*loan-to-value ratio*).

Geen securitisaties in derde kwartaal 2009

Ondanks de dalende risicopremies verbeterden in de loop van 2009 de omstandigheden nog niet dusdanig dat nieuwe securitisaties naar de markt werden gebracht.⁹ In het derde kwartaal van 2009 werd zelfs in het geheel niet gesecuritiseerd (grafiek 5), ook niet voor creatie van onderpand.

Naast de marktomstandigheden waren ook nog enkele andere ontwikkelingen van belang. Zo is een aantal lopende securitisatieprogramma's niet op de verwachte einddatum beëindigd, maar zijn deze door de originator – weliswaar tegen een hogere rentevergoeding – voortgezet. Dit is gebeurd met het oog op de vermogens- en liquiditeitspositie van de originator. Door die continuering was het ook niet nodig om voor deze programma's vervangende securitisaties uit te voeren. Bovendien hadden enkele banken te maken met een grote toestroom van spaargelden, waardoor zij over voldoende financieringsmiddelen beschikten. Deze banken hebben mede daarom zelfs een deel van de uitstaande MBS van beleggers teruggekocht. Tot slot vormen ook de in 2008 ingevoerde nieuwe, risicogebaseerde solvabiliteitsregels voor banken (Bazel II) een beperkende factor. Op grond daarvan levert securitisatie van kredieten met een relatief laag risico (zoals hypotheek) minder solvabiliteitsvoordeel op dan in het verleden, waardoor er minder aanleiding is om louter vanwege lagere kapitaaleisen kredieten te securitiseren.

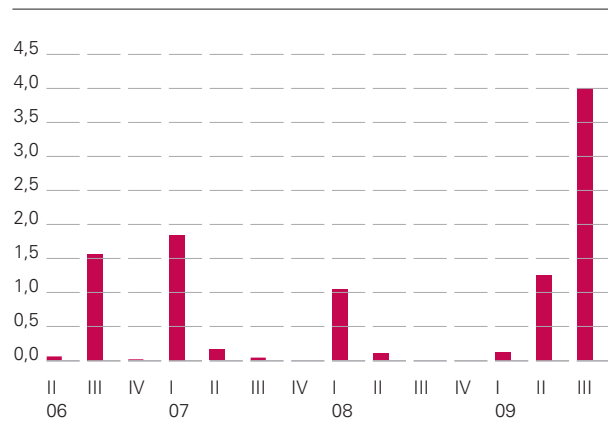
Wel emissies van gedekte obligaties

Gedekte obligaties (*covered bonds*) vormen een alternatief voor securitisaties. Bovendien heeft Nederlandse wetgeving in juli 2008 een juridisch kader gegeven aan gedekte obligaties uitgegeven door Nederlandse instellingen, waardoor ze aantrekkelijker zijn voor de emitent en belegger.¹⁰

Gedekte obligaties zijn obligaties uitgegeven door banken waarbij door middel van onderpand aan de

Grafiek 6 Emissies van gedekte obligaties door Nederlandse banken

Miljarden euro's



Bron: CBS.

obligatiehouders een grote mate van zekerheid wordt geboden dat aan de verplichtingen zal worden voldaan. Dat wordt gedaan door het onderpand min of meer af te scheiden van het vermogen van banken. Het voornaamste verschil met ABS is dat gedekte obligaties worden uitgegeven door banken, terwijl ABS worden geëmitteerd door spv's. Dit heeft voor beleggers in gedekte obligaties het voordeel dat zij niet alleen een claim hebben op het onderpand (zoals bij ABS), maar ook op de uitgevende bank. Deze extra zekerheid heeft voor de emittent het voordeel dat de financieringskosten van gedekte obligaties lager kunnen zijn.

Niettemin had ook de markt voor gedekte obligaties door de kredietcrisis te kampen met liquiditeitsproblemen en hoge risicopremies, zij het in mindere mate dan de securitisatiemarkt. Inmiddels zijn echter wel weer gedekte obligaties uitgegeven en geplaatst bij beleggers. Dit werd gestimuleerd door het aankoopprogramma van EUR 60 miljard van het Eurosysteem voor gedekte obligaties, in de periode juli 2009 tot juni 2010, ter vermindering van de krapte op de kredietmarkt.

De Nederlandse banken hebben vóór de invoering van de Nederlandse wetgeving slechts in beperkte mate gedekte obligaties uitgegeven. Mede door de hoge risicopremies op de securitisatiemarkt zijn zij echter beduidend actiever geworden met emissies van gedekte obligaties. In de eerste drie kwartalen van 2009 hebben banken voor EUR 5,4 miljard geëmitteerd (grafiek 6), waarvan EUR 4 miljard in het derde kwartaal. Dat is dan al vijf maal zoveel als in geheel 2008. Bovendien zijn op grond van de opgezette covered bonds-programma's meer emissies te verwachten.

Gedekte obligaties kunnen securitisaties overigens niet helemaal vervangen, omdat bij gedekte obligaties de onderliggende leningen niet worden overgedragen. Het onderpand blijft op de balans van de banken staan, zodat er geen kapitaal wordt vrijgemaakt voor het verstrekken van nieuwe leningen. Een ander verschil is dat gedekte obligaties meestal een vaste rentevergoeding kennen en in één keer worden afgelost (*fixed rate bullet*-structuur), terwijl ABS veelal een variabele rentecoupon hebben en geleidelijk of vervroegd kunnen worden afgelost. Daarnaast worden ABS, anders dan gedekte obligaties, vaak gekenmerkt door een structuur met diverse tranches. Om deze redenen zijn gedekte obligaties ten opzichte van securitisaties eerder een complementair dan een vervangend financieringsinstrument.

1 Dit artikel is geschreven in samenwerking met het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS).

2 Het betreft hier in Nederland gevestigde spv's met een Nederlandse originator en hoofdzakelijk Nederlands onderpand.

3 In tegenstelling tot bij een zogeheten true sale (of traditionele) securitisatie blijven de leningen bij een synthetische securitisatie op de balans van de originator staan en worden alleen de kredietrisico's door middel van kredietderivaten overgedragen. De spv belegt de emissieopbrengst dan in vorderingen van hoge kwaliteit, bijvoorbeeld deposito's. De hierop ontvangen rente dient samen met de vergoeding die de spv van de originator ontvangt voor het overgenomen risico, voor rentebetaling op de uitgegeven effecten. Voor een uitgebreidere toelichting en schematische weergave van deze securitisatiestructuren, zie 'De invloed van securitisaties op de statistieken van kredietverlening', Statistisch Bulletin, juni 2009, pag. 9.

4 Dit houdt verband met registratie van securitisaties onder de IAS/IFRS-jaarverslaggevingregels. Deze bepalen dat activa ook bij traditionele securitisaties toch op de balans van de originator moeten worden verantwoord, indien de originator op enigerlei wijze nog beschikkingsmacht heeft over deze activa. Om dubbelstellingen in de statistiek over spv's te voorkomen worden deze activa in dat geval niet als zodanig (in dit geval als hypotheek) op de balans van spv's geregistreerd, maar als leningen aan de originator (als tegenpost van de uitgegeven ABS).

5 De maatregelen hadden tot doel om de ruime beleenbaarheid van onderpand en toegang tot de leenfaciliteit met behoud van een voldoende risicobescherming van het Eurosysteem te handhaven, evenals om bij te dragen aan herstel van de ABS-markt.

6 In november 2009 heeft de ECB bekendgemaakt dat alle ABS die vanaf 1 maart 2010 worden uitgegeven, minimaal twee ratings moeten hebben van erkende kredietbeoordelingsinstellingen die beide aan de minimale vereisten (triple A-rating) moeten voldoen. Vanaf 1 maart 2011 geldt dit voor alle ABS, ongeacht wanneer ze zijn uitgegeven.

7 Bron: European Securitisation Forum, ESF Securitisation Data Report, Monthly Data Supplement for October 2009.

8 Bron: Fitch Ratings, Around the Houses – Quarterly European RMBS, August 2009.

9 Wel werd een reeds eerder gesecuriteerde leningenportefeuille bij een belegger ondergebracht.

10 Het voordeel van wetgeving is dat beleggingsinstellingen en leven- en schadeverzekeraars op basis van Europese richtlijnen een hoger percentage van hun vermogen mogen beleggen in dit soort obligaties van een bank, vanwege het relatief veilige karakter van dit schuld papier. Daarnaast hoeven banken die in deze obligaties beleggen, minder kapitaal aan te houden voor het kredietrisico van de uitgevende bank. Een wettelijk kader leidt bovendien tot een grotere internationale erkenning en een volwaardige status van de Nederlandse gedekte obligaties. Door al deze voordelen kunnen banken met dit soort obligaties meer beleggers bereiken en profiteren van lagere financieringskosten. Daarmee wordt bijgedragen aan een gelijke concurrentiepositie ten opzichte van landen met een dergelijke wetgeving.