

## Kredietsecurisatie: wat ging er fout?

Dr. Gerrit Jan van den Brink

De rust is nog niet teruggekeerd op de financiële markten in de wereld. Nog steeds is niet precies duidelijk waar de verliezen liggen. Sommige banken kwamen twee keer in het nieuws: zo was voor de Duitse IKB Bank na een liquiditeitsinjectie van ca. € 3 miljard nog eens € 400 miljoen nodig. De spannende vraag is, of de bodem inmiddels is bereikt.

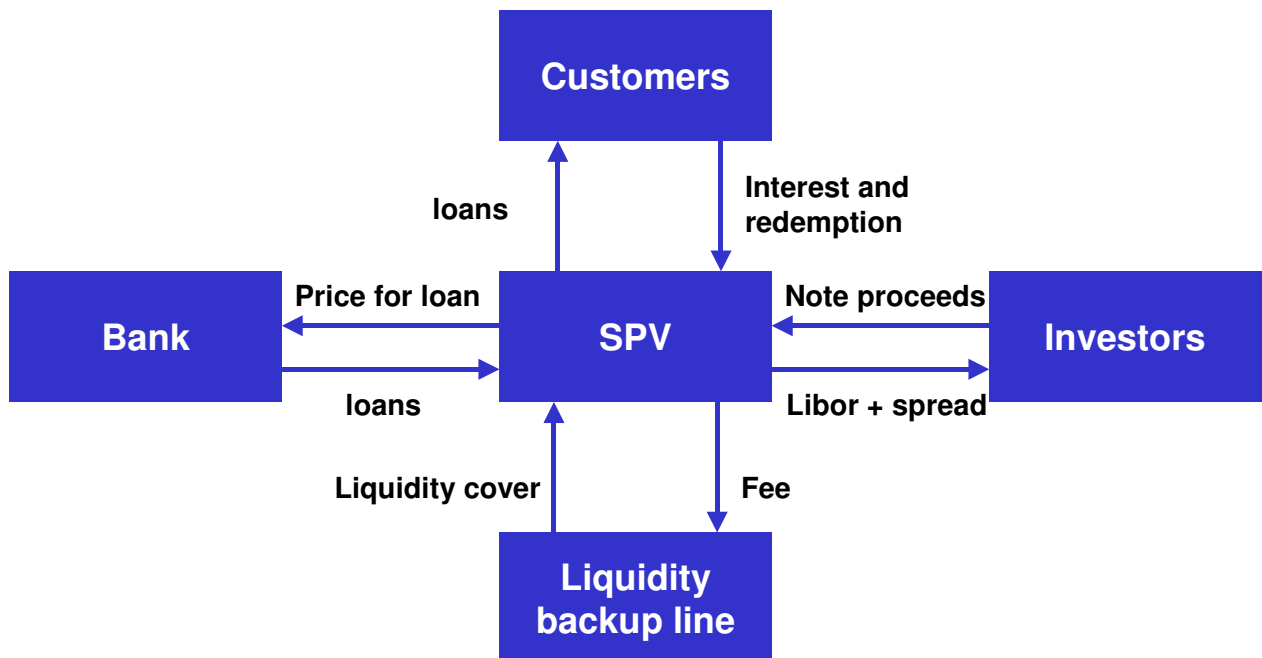
### Hoe kon dit allemaal gebeuren?

Banken in de Verenigde Staten van Amerika en ook in Engeland hebben in de tijd van de lage rentes veel hypotheekleningen aan mensen verstrekt, die de maandlasten net konden opbrengen. De kredietwaardigheid van deze leningen was niet hoog en dat werd door de naam sub prime debt ook tot uitdrukking gebracht.

### Rentetypische verlengingen

De rentetypische looptijd (de looptijd waarover de rente is vastgezet) van deze leningen was over het algemeen kort en daardoor moesten veel leningen in de afgelopen maanden rentetypisch verlengd worden. De rentecondities waren veel hoger dan op de oorspronkelijke afsluitdatum van de lening. Veel leningnemers konden de maandlasten niet meer opbrengen en zagen zich gedwongen hun huizen te verkopen. Rente en aflossing konden niet worden betaald en daardoor ontstond een liquiditeitsprobleem in de securisatieconstructie. De herfinanciering moest natuurlijk gewoon worden bediend, terwijl de cash inflow (de aflossing en rentebetalingen van de leninghouders) lager uitviel dan gepland. Dat is allemaal wel duidelijk, maar wat is er daarna gebeurd?

### Hoe ziet zo'n constructie er eigenlijk uit?



De constructie bestaat uit een speciale juridische eenheid (SPV), die de leningen van de bank overneemt. Vaak worden deze leningen ook nog in verschillende tranches ingedeeld: De goede leningen komen in de tranche met de laagste rentevergoeding voor de investeerders en de slechte leningen daarentegen in de tranche met de hoogste rentevergoeding.

### **Kortlopende obligatie**

Deze juridische eenheid geeft een obligatie uit, die meestal kortlopend is. Om het geheel nog wat op te waarderen wordt veelal een zogenaamde liquiditeits-backup-line door een bank met een hoge rating gegeven. In vaktermen wordt dit ook wel credit enhancement genoemd. De bank, die zo'n backup-line ter beschikking stelt, moet liquiditeit injecteren als de cash inflow in de juridische eenheid bij de verwachting achterblijft.

### **Liquiditeitsproblemen**

Dit is bij de Duitse IKB Bank in grote mate gebeurd. Deze bank kwam daardoor zelf in liquiditeitsproblemen en moest worden gered. Hetzelfde gebeurde met de Sachsen Landesbank, die uiteindelijk door de Landesbank Baden-Wuerttemberg werd gered. Andere Banken zoals de Citibank, UBS en Deutsche Bank hebben zelf miljarden euro verlies moeten nemen.

### **Slechte kredietwaardigheid**

Als de juridische entiteiten met nieuwe papieren geherfinancierd moesten worden, was niemand meer bereid in zulke papieren te investeren. De banken bleef daardoor geen andere keus dan de leningen weer terug op de eigen balans te nemen. Omdat de leningen nu een slechtere kredietwaardigheid hadden, moesten voorzieningen worden getroffen. Deze voorzieningen veroorzaakten eveneens de genoemde verliezen.

### **Wie draagt het risico?**

Omdat leningen steeds weer 'omgepakt' kunnen worden, was het lange tijd niet duidelijk in de markt wie nu uiteindelijk het risico droeg. De consequentie was, dat banken elkaar onderling niet meer vertrouwden en elkaar op de geldmarkt geen geld meer leenden. De Europese centrale bank (ECB) heeft daarop veel liquiditeit in de markt beschikbaar gesteld. In Engeland gebeurde dit aanvankelijk niet. De foto's van klanten van Northern Rock die in de rij stonden om hun banktegoeden op te nemen, staan ons nog duidelijk voor ogen.

### **Waarom hebben banken in deze constructies geïnvesteerd?**

De obligaties zagen er door het credit enhancement aantrekkelijk uit. De return was in vergelijking tot de andere investeringsmogelijkheden hoog en de kapitaaleisen vergelijkbaar laag. Deze situatie vroeg om te investeren. Het probleem was, dat niemand de "doos met leningen" opende en iedereen op de lettertjes van de ratinginstituten vertrouwde. Het ratinginstituut keek ook niet zo precies in de doos, want er was uiteindelijk een goede backup-line van een kredietwaardige bank. Zo kon iedereen gerust slapen, tot dat de ene doos met kredieten na de andere problemen vertoonde.

### **Wat kunnen we hiervan leren?**

Risico en return staan normaal gesproken in een gezonde verhouding tot elkaar. Als dit niet meer het geval is, dan moeten de investeerders eigenlijk extra waakzaam worden en de zaak een beetje preciezer onder de loupe nemen, zelfs als de lettercombinatie op de doos AAA is. Eén van de voorzitters van de raad van bestuur van een grote internationale bank heeft hiervoor in het openbaar gepleit. Returngetallen moeten niet blind maken voor de werkelijkheid. Een typisch geval van een operationeel risico, hoewel elke accountant en elke risicomanager in de bank deze positie vooralsnog als veroorzaakt door het kredietrisico zal beoordelen. Regulatorisch gezien helemaal juist, maar managementtechnisch grijpen we het verkeerde gereedschap om dit probleem op te lossen.

*Auteur: Dr. Gerrit Jan van den Brink is managing director van ValueData7 GmbH en Parnter van Finecs Business Consulting GmbH.*