

Verpakte leningen geen taboe meer

Door Jorge Groen | 25 februari 2013 |

Gepubliceerd op NPN Pensioen - www.dennisvink.nl

Ook al is lang niet alle rommel van de kredietcrisis opgeruimd: asset-backed securities zijn voor pensioenfondsen geen vies begrip meer.

Terwijl in de rechtbank de pijn van de kredietcrisis nog volop wordt gevoeld, heeft zich de afgelopen jaren een nieuwe markt geopend voor gesecuritiseerde leningen. Hoewel de vraag naar collateralized debt obligations (CDO) is ingestort en die voor asset-backed securities (ABS) ongeveer is gehalveerd, bieden banken sinds 2010 weer eenvoudig gestructureerde ABS-obligaties aan met relatief veilige onderpanden als Nederlandse en Britse hypotheekleningen en Duitse autoleningen. Volgens portfoliomanager Rik den Hartog van Kempen Capital Management biedt de Europese ABS-markt een interessante propositie binnen de assetklasse vastrentende waarden. “Nadat veel beleggers in 2008 en 2009 afscheid hebben genomen van de assetklasse, en de risicopremies sterk opliepen, is ABS begonnen aan een gestaag traject van herstel. Een deel van de beleggers is niet meer actief, anderen zoals vermogensbeheerders en banken hebben hun activiteiten langzaam uitgebreid.”

Volgens de Britse vermogensbeheerder M&G Investments kon de belegger in Europese ABS vorig jaar rekenen op circa 10% rendement, bijna evengoed als de 13,6% opbrengst van de Europese investment grade creditmarkt (iBoxx Corporates index) en 11,2% van staatspapier (BofA Merrill Lynch Government Index). Ook de spreads zijn gedaald naar niveaus die concurrerend zijn met andere beleggingscategorieën. Het kredietrisico bij Europese ABS-obligaties met het hoogste kredietoordeel is laag omdat het onderpand relatief veilig is: Nederlandse en Britse hypotheekleningen, Franse autoleningen of Belgische creditcardschulden. Door de eurocrisis hebben weliswaar meer Europeanen moeite om hun schulden af te lossen, maar de verliezen blijven laag, en dat maakt afschrijvingen op asset-backed securities onwaarschijnlijk. “Studies naar Europese gesecuritiseerde leningen laten zien dat sinds het uitbreken van de kredietcrisis de kans op default 1% is tegen 8% in de Verenigde Staten. Daar heeft het opnieuw verpakken van gesecuritiseerde leningen tot grote verliezen geleid,” zegt professor finance and investment Dennis Vink van Nyenrode Business Universiteit.

Zowel Vink als Den Hartog zien met name vraag van beleggers naar ABS met hoogwaardig hypothecair onderpand uit Nederland en het Verenigd Koninkrijk. De activaklasse trekt, bij gebrek aan vastrentende alternatieven, meer beleggers aan op zoek naar rendement. “ABS heeft in vergelijking met andere assetklassen een voordelige risico-rendementsverhouding. De spreads zijn relatief gunstig. Het rendement bewoog de afgelopen tijd tussen 100 en 150 basispunten,” zegt Vink. Dat vindt ook Den Hartog: “De waardering is interessant, met hogere spreads dan bedrijfsobligaties, met een vergelijkbaar kredietoordeel. In de huidige omgeving van lage yields en de zoektocht naar rendement, zien wij nieuwe beleggers de markt betreden, bijvoorbeeld uit de VS. De ABS-markt in de VS is volwassener, meer liquide, en kent grote spelers. Nu de spreads daar laag worden en in Europa relatief aantrekkelijk zijn, kijken zij hier naar de markt.”

Ondanks de aantrekkelijke risico-rendementsverhouding en het grote gebrek aan alternatieven zijn Nederlandse pensioenfondsen nauwelijks in de markt voor verpakte leningen. Toen de kredietcrisis de liquiditeit uit de markt zoog, ontstond grote aversie tegen ABS en CDO. Uit cijfers van DNB blijkt dat pensioenfondsen in 2011 1,5 miljard euro in handen hadden van het totale bedrag van 317 miljard aan Nederlandse gesecuritiseerde leningen, en voor hetzelfde bedrag via beleggingsfondsen blootgesteld zijn aan de assetklasse. Een rondje langs pensioenuitvoerders laat zien dat het een jaar later nog altijd met een vergrootglas zoeken is in de portefeuilles naar verpakte leningen. PGGM zegt geen exposure te hebben op ABS en niets te doen in residential mortgage-backed securities (RMBS) en Syntrus Achmea heeft beperkt ABS op de balans staan.

Toch groeien volgens hoofd ABS-fondsen van Axa IM, Gaele Philippe, de pensioenfondsen langzaam over hun angst voor kredietderivaten heen. Recent hebben verzekeraars en fondsen weer mandaten voor gestructureerde kredieten bij Axa IM neergelegd. Volgens Philippe zijn Europese asset-backed securities een stabiele assetklasse die een mooie rally heeft laten zien. “De categorie rendeert vanaf de eurocrisis goed met een rendement van 40 tot 100 basispunten boven Euribor. Dat is meer dan staatsobligaties van veilige landen. ABS biedt diversificatie en een natuurlijke inflatiehedge als straks de Europese economie opleeft.”

Vink kan de koudwatervrees van fondsen voor de beleggingscategorie goed begrijpen, omdat de markt niet lang geleden ‘hard klapte’. In december schikte JPMorgan Chase bijvoorbeeld nog met ABP voor een

ongekend bedrag vanwege grote verliezen op beleggingen in verpakte hypotheek van voor de kredietcrisis. De hoogleraar vindt dat de Europese ABS-markt een kans verdient, ook omdat die na de crisis veel transparanter is geworden. “De Dutch Securities Association (DSA) en het Europese Prime Collateralised Securities Initiative doen er veel aan om standaarden in rapportages aan te brengen en transparantie te creëren, bijvoorbeeld door meer periodieke inzage te eisen in het onderpand.”

De ECB heeft haar vertrouwen in de assetklasse uitgesproken door ABS als onderpand weer in genade aan te nemen. Het zou volgens Vink ook helpen als Solvency II en Basel III financiële instellingen vraagt minder eigen vermogen aan te houden voor ABS. Een verzekeraar moet bijvoorbeeld gemiddeld vijf keer meer kapitaal aanhouden voor een Nederlandse RMBS met een AAA-kredietoordeel dan voor een vergelijkbare gedekte obligatie. Ook de omvang van de markt moet eerst toenemen, stelt hij. “Nederlandse financials willen best beleggen in ABS, maar de secundaire markt is klein omdat het grootste gedeelte nu door banken als onderpand gesteld wordt bij de ECB.”

Veel Nederlandse pensioenfondsen schrikken volgens Den Hartog terug voor de zogeheten due diligence eis, die stelt dat beleggers de risico's van een belegging goed moeten kunnen inschatten. “Kleinere pensioenfondsen met relatief weinig beleggingen laten de assetklasse dan al snel links liggen. De onzekerheid over de behandeling in toekomstige regelgeving, wanneer die van kracht is en voor wie die geldt, maakt institutionele beleggers terughoudend.”