

OPKOMST EN ONDERGANG VAN KREDIETDERIVATEN

De kredietcrisis ontmaskerde gestructureerde kredietderivaten als levensgevaarlijke producten. Wereldwijd zijn biljoenen in rook opgegaan. Hoe kon dat gebeuren?

TEKST: EELCO BENARD

De afgelopen tien jaar leken het decennium voor kredietderivaten te worden, maar van die verwachting is niet veel meer over. De start was stabiel, met een wereldwijde jaarlijkse uitgifte van cdo's, een van deze producten, van rond de 80 miljard dollar. In 2006 en 2007, topjaren voor kredietderivaten, explodeerde de uitgifte naar ongeveer 500 miljard dollar. De kredietcrisis legde echter pijnlijk bloot hoe slecht het risico op deze producten kon worden ingeschat. Het resultaat: in 2009 werd voor slechts 4,2 miljard dollar aan cdo's uitgegeven. Eerder uitgegeven kredietderivaten werden waardeloos of lieten sterke koersdalingen zien. Ook de particuliere belegger verloor veel geld op producten als Rente Plus Notes (ABN Amro), Robeco CDO's en Asset-Backed Obligaties (Rabobank).

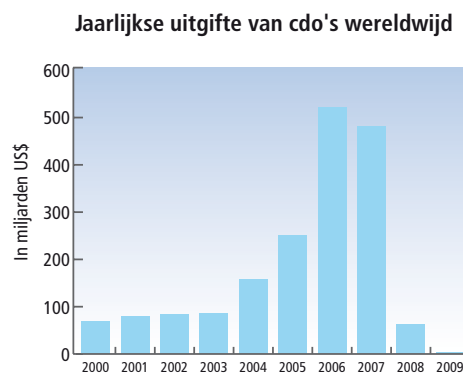
HISTORISCHE WAARDE

De oorsprong van kredietderivaten gaat terug tot de tijd voor de algemene toepassing van het 'mark-to-market'-boekhouden. Amerikaanse hypotheekverstrekkers waren verplicht hypotheek tegen de historische waarde op de balans te zetten. Een hypotheek van 100.000 dollar met een looptijd van dertig jaar tegen 5 procent vaste rente blijft zo voor 100.000 dollar op de balans staan. Ook als de marktrente verduubelt naar 10 procent, waardoor de actuele waarde van die hypotheek tot circa 53.000 dollar daalt. De bank lijdt dus eigenlijk verlies op de hypotheek omdat op het geïnvesteerde geld in de huidige markt een beter rendement gemaakt kan worden. Maar dit verlies is niet terug te vinden op de winst-en-verliesrekening, en belangrijker nog: niet op de belastingaangifte.

Toen de Federal Reserve, onder leiding van Paul Volcker, begin jaren tachtig de rente tot boven de 20 procent trok om inflatie tegen te gaan, dreigde de Amerikaanse bankensector veel compensabele verliezen mis te lopen. Dit kon worden voorkomen door te handelen in de hypotheek: de ene bank verkoopt de hypotheek met een fiscaal aftrekbaar verlies van 47.000 dollar, en de

'special purpose vehicle' (spv) op, een losse juridische entiteit die geld ophaalt met de uitgifte van verschillende tranches. Iedere tranche heeft een ander risico en bijpassend rendement. De meest risicovolle tranche wordt de junior tranche genoemd, de veiligste de senior tranche. Daartussen kunnen verschillende mezzanine tranches worden uitgegeven. Het opgehaalde geld werd gebruikt om een bundel hypotheek te kopen die als achterliggende waarde voor de tranches diende. De eerste 'mortgage-backed security' (mbs) was geboren.

Naast het fiscale voordeel wordt het voor hypotheekbanken makkelijker om minder afhankelijk van een bepaalde regio te worden. Een Californische bank maakt lokaal reclame, heeft een kantorennetwerk in Californië en zal dus voornamelijk daar hypotheek verkopen. Door deze hypotheek door te verkopen en een bundel van hypotheek uit bijvoorbeeld Texas, Michigan of New York terug te kopen, kan de bank de afhankelijkheid van de Californische economie verminderen zonder zelf een verkoopkanaal in andere regio's op te hoeven zetten. Een mbs zorgt goedkoop voor een beter gediversifieerde hypotheekportefeuille.



andere bank verkrijgt de hypotheek tegen 53.000 dollar en mag deze dan ook tegen die waarde op de balans zetten.

Het waarden en verkopen van iedere hypotheek afzonderlijk is echter een hels karwei, gezien de enorme hoeveelheid uitstaande hypotheek. De Amerikaanse zakenbank Salomon Brothers zag echter potentie en begon te werken aan een oplossing. Die werd gevonden in het bundelen van grote hoeveelheden hypotheek. Zo hoefde niet iedere hypotheek afzonderlijk beoordeeld te worden, maar volstond een schatting van de kredietwaardigheid van de portefeuille in z'n geheel.

Salomon Brothers richtte hiertoe een

RISICO HERVERPAKKEN

Ook gunstig is de mogelijkheid om meerdere tranches met een verschillend risico uit te geven. De vraag naar financiële instrumenten is grofweg in te delen in twee categorieën: risicomijdende investeerders, zoals pensioenfondsen, en agressieve handelaren die juist op zoek gaan naar risico omdat daar de hoge rendementen te behalen zijn. Het aanbod van bijvoorbeeld bedrijfsobli-