



gaties zit hier vooral tussenin: echt grote winst valt er niet op te verwachten, maar geheel risicovrij zijn ze ook niet. Met het herverpakken van financiële instrumenten kunnen beide typen investeerders tevreden worden gesteld.

Om dit voordeel uit te buiten hoeft de financiële industrie zich niet tot hypotheek en te beperken. Iedere denkbare vorm van schuld kan in een spv worden gestopt, om er aan de andere kant hoogrenderende, risicovolle tranches uit te laten rollen, maar ook relatief veilige tranches. Het inmiddels door illegale handelspraktijken ter ziele gegane Drexel Burnham Lambert geeft in 1987 de eerste 'collateralized debt obligation' (cdo) uit, met bedrijfsobligaties als achterliggende waarde. Drexel is gespecialiseerd in junk bonds, obligaties met een hoog risico. In de jaren tachtig winnen deze obligaties aan populariteit door de opkomst van met schuld gefinancierde overnames. Drexel hoopt hiervoor met cdo's makkelijker geld op te kunnen halen.

Er ontstaan vergelijkbare instrumenten voor staatsobligaties van opkomende economieën, de financiering van auto's, creditcard- en studieschuld. Bovendien wordt het middels zogeheten 'credit default swaps' ook mogelijk om synthetische derivaten te maken: de achterliggende waarde hoeft zo niet langer te worden aangekocht, maar er kon simpelweg aan worden gerefereerd. De uitgifte van kredietderivaten laat zich daarvoor niet langer beperken door de beschik-

baarheid van bijvoorbeeld hypotheek en obligaties die als achterliggende waarde kunnen dienen.

WAARDELOZE RATINGS

Al met al complexe producten dus, waardoor investeerders niet in één oogopslag duidelijk wordt hoe risicovol een investering daarin nu eigenlijk is. De bekende kredietbeoordelaars leken uitkomst te bieden. Gebaseerd op geavanceerde modellen kenden zij ratings toe aan de verschillende tranches. Zakenbanken betaalden grif om hun producten te laten 'raten', investeerders vertrouwden blind op de beoordeling

en toezichhouders maakten de ratings een onderdeel van de regelgeving. Ten onrechte, zo bleek later.

Het was de financiële industrie bekend hoe de modellen van de kredietbeoordelaars werkten. De producten werden dus zo gestructureerd dat ze nog net een hoge rating zouden krijgen, maar ook een zo hoog mogelijk rendement. En dat komt de betrouwbaarheid van de modellen niet ten goede. Immers, hoge rating of niet, een hoger rendement betekent een hoger risico. Kredietderivaten met een uitstekende rating bleken toch in korte tijd waardeloos te kunnen worden en de ratingmethodiek van de kredietbeoordelaars is inmiddels sterk aangepast. Met een golf van 'downgradings', en dus verdere koersdalingen, als gevolg. In een volgende editie van *Effect* meer over de rol van kredietbeoordelaars.

HOOP AAN DE HORIZON

De rampzalige uitgiftecijfers van 2009 zijn dus goed te verklaren: in een product waarvan het risico niet goed ingeschat kan worden, kan maar beter helemaal niet worden geïnvesteerd. Toch lijkt er hoop te gloren. Voor kredietderivaten die onverhandelbare producten verhandelbaar maken en rendement en risico op maat voor investeerders kunnen herverpakken is nu eenmaal een legitieme markt. Voorwaarde is uiteraard wel dat het risico dat deze producten meebrengen op waarde wordt geschat. Met het manipuleren van de ratingprocedure wordt het risico alleen schijnbaar verminderd: de economie trekt zich er niets van aan. ■

HET ABC VAN GESTRUCTUREERDE KREDIETDERIVATEN

- ABS** Asset-backed security. Verzamelnaam voor gestructureerde kredietderivaten zonder specificatie van de achterliggende waarde.
- CDO** Collateralized debt obligation. Gestructureerd kredietderivaat met obligaties (vaak van bedrijven of overheden van opkomende markten) als achterliggende waarde.
- CDO²** 'CDO squared'. Gestructureerd kredietderivaat met tranches van andere gestructureerde kredietderivaten als achterliggende waarde. Dit maakt de CDO² extra risicovol.
- CDS** Credit default swap. Contract waarmee het kredietrisico op een financieel instrument kan worden verzekerd.
- MBS** Mortgage-backed security. Gestructureerd kredietderivaat met hypotheek als achterliggende waarde.
- RMBS** Residential mortgage-backed security. Gestructureerd kredietderivaat met hypotheek van particulieren als achterliggende waarde.
- SPV** Special purpose vehicle. Ook wel special investment vehicle (siv) genoemd. Een juridische entiteit waarin de portefeuille investeringen wordt geplaatst, los van de instelling die het kredietderivaat maakt.