

BEOORDELING VAN KREDIETDERIVATEN: MODELLEN MET MAZEN

Investerders in gestructureerde kredietderivaten vertrouwden blind op de creditratings en toezichthouders maakten deze ratings een onderdeel van de regelgeving. Ten onrechte, zo bleek.

TEKST: EELCO BENARD

Voor kredietbeoordelaars was 2009 een jaar van bezinning. Nadat zij er in 2008 massaal achter waren gekomen dat hun modellen er niet in geslaagd waren om het risico op kredietderivaten juist in te schatten, volgden er ingrijpende wijzigingen. Dat er iets met de oude methodiek niet in de haak was, blijkt uit de verhouding tussen ratingverlagingen en ratingverhogingen. Volgens de meest recente cijfers stonden er voor kredietderivaten in een periode van een jaar 110 ratingverlagingen tegenover één enkele ratingverhoging.

Een rating zou beleggers een indicatie van de kredietwaardigheid van een financieel instrument moeten geven: hoe hoger de rating, des te groter de kans dat aan de betalingsverplichtingen kan worden voldaan. Van oudsher beperkten kredietbeoordelaars zich tot het raten van financiële instellingen en obligaties van bedrijven en overheden, maar de opkomst van de kredietderivaten bracht daar verandering in. Kredietderivaten vertonen een aantal overeenkomsten met obligaties: er wordt een vast bedrag geïnvesteerd, waarop couponbetalingen plaatsvinden. Het leek daarom prettig voor investeerders om kredietderivaten en gewone obligaties onderling met elkaar te kunnen vergelijken. In dat gat zijn de kredietbeoordelaars gesprongen door dezelfde ratings aan kredietderivaten toe te kennen als aan obligaties.

TRANCHES MET VERSCHILLENDE RISICO'S

Kredietderivaten worden gemaakt door een portefeuille van financiële instrumenten in een aparte juridische entiteit te plaat-

sen. Die portefeuille wordt vervolgens gefinancierd met een kapitaalstructuur van tranches. De houders van de senior tranche lopen het minste risico. Pas bij de laatste faillissementen wordt hun investering aangetast. Houders van de junior tranche lopen het meeste risico, maar die krijgen dan ook een hoger rendement voorgespiegeld. Daartussenin kunnen verschillende mezzanine tranches worden uitgegeven.

Door te werken met zogeheten credit default swaps is het daarnaast mogelijk om

synthetische kredietderivaten te ontwerpen, waarbij er alleen aan een portefeuille hoeft te worden gerefereerd zonder dat deze hoeft te worden aangekocht. Bijkomend voordeel voor de uitgevende instelling is dat niet alle tranches verkocht hoeven te worden: alleen die tranche die het meeste oplevert wordt daadwerkelijk in het leven geroepen.

Grofweg zijn er twee punten van essentieel belang voor de kredietwaardigheid van een kredietderivaat: de kwaliteit van de ach-

KREDIETRATINGS

De twee belangrijkste kredietbeoordelaars, Moody's en Standard & Poor's, geven met een lettercombinatie de kredietwaardigheid van een financieel instrument aan. AAA is de hoogst mogelijke rating, terwijl een D-rating faillissement betekent. Hoe hoger de rating, des te lager het kredietrisico voor de belegger en des te makkelijker de onderneming krediet aan kan trekken. De ratings tot en met BBB heten 'investment grade', vanaf BB 'speculative grade' (ofwel: junk).

MOODY'S	S&P	BETEKENIS
Aaa	AAA	Uitstekende kredietwaardigheid.
Aa	AA	Hoge kredietwaardigheid.
A	A	Goede kredietwaardigheid, langetermijnkwaliteit kan verslechteren onder tegenvallende economische omstandigheden.
Baa	BBB	Voldoende kredietwaardigheid, langetermijnkwaliteit zal verslechteren onder tegenvallende economische omstandigheden.
Ba	BB	Voldoende kredietwaardigheid, heeft meevallende omstandigheden nodig om op langere termijn te blijven betalen.
B	B	Voldoende kortetermijnkwaliteit, toekomst is onzeker.
Caa	CCC	Slechte kwaliteit, grote kans op faillissement
Ca	CC	Slechte kwaliteit, kans op overleven is klein.
C	C	Slechte kwaliteit, terugbetaling is zeer twijfelachtig.
D	D	Faillissement.