

# WAT TE DOEN MET ILLIQUIDE SCHULDPAPIER?

De gestructureerde financiële producten van Lehman zijn een voor veel beleggers bekend voorbeeld van activa die niet langer verhandelbaar zijn. Valt er nog iets te redden?

TEKST: KOEN LAUWERS (FINANCIEEL ANALIST)

**W**ie de waarde van zijn roerend vermogen wil schatten, kan dit meestal op een eenvoudige manier doen door de marktwaarde van de afzonderlijke activa (vastrentend papier, termijnrekeningen, aandelen, etc.) bij elkaar op te tellen. Moeilijker wordt het wanneer er voor sommige activa helemaal geen marktwaarde meer is. Dit is bijvoorbeeld het geval wanneer de uitgevende instelling niet langer bestaat of niet meer solvabel is, waardoor een bepaald type schuld papier niet langer verhandeld wordt. Zoals de gestructureerde financiële producten van Lehman.

## WAARDELOOS?

Gestructureerde financiële producten maken gebruik van derivaten om in een onderliggende waarde (aandeel, index, obligatie, grondstof) te investeren. Wie op deze producten intekent, zit er vaak aan vast tot het eind van de looptijd. Ondanks beloftes van de uitgever of de financiële tussenpersoon die deze verkoopt, is dit type producten vaak erg illiquide. Wie er toch per se vanaf wil voor het eind van de looptijd, moet meestal een commissieloon betalen en kan dus geen aanspraak maken op het vooraf beloofde rendement. Deze illiquiditeit is niet zo'n groot probleem wanneer er tijdens de looptijd geen speciale evenementen plaatsvinden en de hoofdsom, met daarbij eventuele meerwaarden, nadien opnieuw wordt uitgekeerd.

Vele beleggers hebben echter op de harde manier moeten ondervinden dat hun hoofdsom in de meeste gevallen niet verzekerd was. Dit gebeurde toen Lehman Brothers in september 2008 over de kop

ging. Dit faillissement zorgde naar schatting voor de verdamping van ruim 1 miljard dollar bij beleggers die in Lehman-schuld papier hadden geïnvesteerd. Bij ander schuld papier waarbij Lehman direct of indirect de onderliggende waarde is (sommige reverse convertibles of equity linked notes) rest er voor investeerders eveneens weinig hoop.

In het geval van Lehman zagen heel wat beleggers hun schuld papier met ronkende namen als 'floaters', 'steepeners' en 'notes' in één klap waardeloos worden na de val van de Amerikaanse bank. Het gaat telkens om gestructureerde obligaties of levensverzekeringsproducten die werden uitgegeven door een filiaal van Lehman Brothers Holdings Inc. Deze producten werden in Europa aan de man gebracht door verschillende financiële tussenpersonen of vermogensbeheerders.

Hoewel het om dezelfde producten gaat, werden niet alle investeerders na het faillissement op dezelfde manier behandeld. Beleggers die bijvoorbeeld met Citibank als tussenpersoon werkten, kregen 65 procent van hun inleg vergoed. De voorwaarde was wel dat ze hun notes inleverden en afzagen van verdere claims tegen de bank. Dit laatste is niet onbelangrijk, want achteraf is gebleken dat verschillende particuliere beleggers niet op een correcte manier op de hoogte werden gebracht van de risico's die verbonden waren aan een belegging in Lehman-schuld papier. Begrippen als 'tegenpartijrisico' of 'achtergesteld schuld papier' waren de meeste kopers vreemd. Veel beleggers hadden er zelfs geen idee van dat de werkelijke uitgever van de gestructureerde obligatie Lehman was. Niet alle kopers hebben evenveel geluk, want de meeste in-

stellingen die het Lehman-schuld papier als tussenpersoon verkochten, weigeren een terugbetaling.

## VERKOOPMOGELIJKHEID

De illiquiditeit van schuld papier kan van tijdelijke of definitieve aard zijn. Zo kan schuld papier van een failliet bedrijf na een herkapitalisatie of doorstart wel opnieuw waarde krijgen. De kans dat dit ooit gebeurt bij Lehman is oneindig klein. Bovendien vallen de gestructureerde obligaties onder de categorie van achtergesteld schuld papier. Bij een volledige liquidatie komen achtergestelde schuldeisers helemaal achteraan in de rij. Helemaal niets doen is dus niet zo verstandig. Helaas zijn de actiemogelijkheden voor de onfortuinlijke bezitters van Lehman-schuld papier niet zo groot.

Zij kunnen de instelling waar het Lehman schuld papier werd gekocht de opdracht geven om te proberen deze activa door te verkopen op de secundaire markt. Hoeveel deze verkoop zal opleveren valt onmogelijk vooraf te voorspellen. Veel hangt af van het type schuld papier (bijvoorbeeld met of zonder kapitaalgarantie), maar ook van hoeveel te koop kan worden aangeboden. Hoe groter het pakket, hoe meer kans dat er een koper voor kan worden gevonden. Verschillende financiële instellingen die de gestructureerde obligaties verkochten, bieden deze dienstverlening aan. Het spreekt vanzelf dat de belegger in dit geval geen juridische acties meer kan ondernemen tegen die instelling wegens misleiding.

Daarnaast kunnen gedupeerden ook aankloppen bij beleggersorganisaties die het illiquide schuld papier met dat van anderen bundelen tot grotere pakketten en deze