

AFLOSSINGSRISICO'S EN -KANSEN

De kosten om bedrijfsobligaties te verzekeren tegen een faillissement vertonen nu weer een dalende trend en dat is goed voor bedrijfsobligatiebeleggingen.

TEKST: NICO VAN GEEST (KEIJSER CAPITAL)



Perpetuele obligaties doen het de laatste weken in het algemeen redelijk, aangezien de risicopremies dalen. Dit wordt natuurlijk ook gereflecteerd in hogere aandelenkoersen. Deze risico's zijn mede afhankelijk van het feit of de obligaties een rating hebben.

Een obligatierating of kredietrating, kortweg 'rating', is eigenlijk een oordeel over de kredietwaardigheid van de uitgever van een obligatie in de vorm van een 'rapportcijfer'. De kans wordt geschat in hoeverre de verplichtingen uit hoofde van die obligatie zonder problemen kunnen worden voldaan. Bij de bepaling van een rating wordt niet alleen gekeken naar de kwaliteit van de debiteur, maar ook wat de rangorde is van de obligatieschuld in geval van terugbetaling bij een eventueel faillissement.

Het hoogst in rang bij bijvoorbeeld banken zijn de spaarders en depositanten die onder het depositogarantiestelsel vallen. Depositohouders/spaarders hebben in Nederland namelijk bij een bank (en een bankdochter van een verzekeraar) een garantie tot 100.000 euro per natuurlijk persoon per kredietstelling. De garantie wordt door De Nederlandsche Bank verstrekt. Let hierbij overigens op dat verschillende handelsnamen onder één kredietinstelling kunnen vallen. Daarna wordt de rangorde: deposito/spaargeld boven de 100.000 euro, gewone obligaties, achtergestelde obligaties, hybride instrumenten, preferente aandelen en tot slot de gewone aandelen.

De ratings op obligaties worden toegekend door een daarin gespecialiseerd bedrijf, meestal op verzoek van de uitgever en op diens kosten. De grootste "Kredietbeoordelaar" ratingbureaus zijn Amerikaans met de bekende namen:

Moody's Investors Service, Standard & Poors en Fitch. Sinds enkele jaren is er ook een Chinees bureau, Dagong, en er komt nog een Europese instelling bij. De ratings die worden toegekend variëren van AAA of Aaa (hoogste rating) tot CCC- of C (laagste rating). Het is gebruikelijk dat institutionele beleggers in hun beleggingsvoorschriften minimumratings hebben bepaald waaraan hun obligatiebeleggingen moeten voldoen. De verschillen in ratings tussen bijvoorbeeld AA en BB worden uitgedrukt in 'corporate spreads'. Dit is het risico van bedrijfsobligaties, uitgedrukt in basispunten (bps, oftewel 0,01%) ten opzichte van risicovrije leningen.

Vervolgens zijn er 'credit default swaps' (cds). Deze cds zijn niet-beursgenoteerde derivaten en ook verzekeringspremies om het aflossingsrisico in te dekken. Met name professionele partijen houden zich bezig met het afdekken van deze aflossingsrisico's. Credit default swaps worden gebruikt om kredietrisico's van één partij naar een andere partij te verplaatsen. In een cds-standaardcontract koopt de ene partij kredietbescherming van de andere partij om zich in te dekken tegen het verlies van de nominale waarde wanneer zich een 'credit

event' (lees: faillissement, betalingsproblemen of herstructurering) voordoet. Cds is ook een derivaat waarin hedgefondsen actief zijn en ook speculatie kan ontstaan.

De zogenaamde iTraxx-indices geven verschillende gespreide risico's van obligatieportefeuilles aan en op basis hiervan worden cds-spreads berekend in basispunten. Zo bestaat de iTraxx Crossover-index uit vijftig hoog renderende ('high yield') bedrijfsobligaties, die geen rating hebben of een rating beneden BBB (of Baa3). Elk bedrijf telt voor 2 procent mee in die index. De standaardlooptijd is vijf of tien jaar. Een andere index is de iTraxx Europe die bestaat uit 125 bedrijven met een Moody's-rating van Baa3 of hoger en/of een S&P-rating van BBB of hoger. Elk bedrijf telt voor 0,8 procent mee in deze index. Beide indices geven aan wat het kost, uitgedrukt in basispunten, om deze obligaties te verzekeren tegen een faillissement.

De iTraxx-indices zijn dus een benchmark voor de kosten om bedrijfsobligaties te verzekeren tegen een faillissement. Een stijging wordt gezien als indicatie voor de verslechtering van kredietkwaliteit. Nadat deze indices in de zomer opliepen, tonen ze nu weer een dalende trend en dat is goed

