

Securitisering van Nederlandse hypotheek

Onlangs is in Nederland een begin gemaakt met de securitisering van de hypotheekmarkt. Door het loskoppelen van verstrekking en financiering van hypotheek kunnen efficiëntievoordelen worden behaald. Vooralsnog lijken de voordelen van securitisering in Nederland echter beperkt.

Onlangs is in Nederland een begin gemaakt met het securitiseren van hypotheek. Securitisering wil zeggen dat illiquide of weinig liquide activa (met name boekvorderingen) in verhandelbare waardepapieren worden omgezet¹. Hooge Huys Verzekeringen introduceerde namelijk in samenwerking met Henry Hope Beheer, onderdeel van Mees-Pierson, een nieuw beleggingsfonds dat zijn vermogen zal beleggen in particuliere woning-hypotheek. De omvang van de emissie bedroeg f 200 miljoen en gezien de belangstelling (er was sprake van een ruime overtekening) is de uitgifte succesvol geweest.

In een recent ESB-artikel gaat Scholtens in op de motieven voor securitisering van hypotheek². Daarbij raamt hij voor Nederland de potentiële omvang van de secundaire markt in woninghypotheek op f 100 mrd., met de kanttekening dat dergelijke omzetten om verschillende redenen (nog) niet haalbaar zijn. In dit artikel zullen wij nader ingaan op de mogelijkheden voor securitisering van hy-

potheek in Nederland en de belemmeringen die zich hierbij voordoen.

Mogelijkheden

Securitisering opent de weg naar specialisatie in de productie van verschillende componenten van een hypotheek. Deze componenten bestaan enerzijds uit de waarde van een bundel kasstromen en anderzijds uit de waarde, die verbonden is aan het afsluiten en het onderhouden van de hypotheek³. In een concurrerende markt wordt de prijs voor de verschillende componenten bepaald door de producent met de laagste marginale kosten. Indien er tussen financiële instellingen comparatieve voordelen bestaan met betrekking tot de productie in een of meer van deze componenten, kan er een efficiëntievoordeel worden behaald dat enerzijds prijsdrukkend kan werken en anderzijds winstvergroten kan zijn.

De algemene banken zijn traditioneel de grootste hypotheeknemer (geldgever). Dit blijkt uit tabel 1,

waar een specificatie wordt gegeven van de nieuw ingeschreven hypotheek. Het bankwezen bezit een sterk kantorennetwerk en heeft een comparatief voordeel waar het gaat om het 'servicen' van hypotheek. Bovendien beschikt het bankwezen over het benodigde administratieve vermogen en heeft door de mogelijke koppeling van de hypotheek aan de rekeningcourant een sterke positie in geval van wanbetaling. Echter, levensverzekeraars en pensioenfondsen zijn gezien hun verplichtingenstructuur het meest geëigend om (langlopende) hypotheek te financieren.

Er lijken dus ruime mogelijkheden te bestaan tot het securitiseren van hypotheek. Immers, enerzijds worden daarmee de comparatieve voordelen met betrekking tot elk der productiecomponenten van een hypotheek benut, anderzijds wordt de concurrentie in de markten voor deze componenten vergroot. Dit kan er toe leiden dat bepaalde marktsegmenten voor intermediairs minder aantrekkelijk worden. Tekenend hiervoor is de verschuiving die momenteel op de hypotheekmarkt in de Verenigde Staten plaatsvindt. Daar benutten de commerciële banken de door middel van securitisering verkregen balansruimte door zich steeds meer op de zakelijke hypotheekmarkt te richten. Deze deelmarkt biedt naar mag worden aangenomen hogere marges voor intermedieatie, zij het dat ook de risico's toenemen⁴.

Belemmeringen

Gezien het bovenstaande is het enigszins verwonderlijk dat securitisering in Nederland tot dusverre nauwelijks van de grond is gekomen. Blijkbaar zijn er belemmeringen en/of ontbreken de voordelen die dit proces vertragen.

Tabel 1. Specificatie van nieuw ingeschreven hypotheek (in mln. gulden), uitgesplitst naar hypotheeknemer

	1980	1985	1989	1990	1991
• Algemene banken	30.735	16.990	28.080	30.805	28.262
• Verzekeringsmijnen en pensioenfondsen	3.306	5.192	7.732	6.185	7.089
• Hypotheekbanken en bouwfondsen	12.415	7.586	12.051	12.211	11.626
• Spaarbanken	3.483	3.116	2.489	3.394	2.123
• Andere rechtspersonen	8.357	4.563	13.154	13.233	9.204
• Natuurlijke personen	1.066	608	1.077	1.175	1.377
Totaal	59.362	38.055	64.584	67.004	56.681

Bron: *Statistiek der hypotheek 1991*, CBS, 1992.

1. Zie J.L. Bouma, Securitatie van activa, in het bijzonder de uitgifte van 'asset backed securities', *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 67, 1993, nr.11.

2. L.J.R. Scholtens, Beleggen in hypotheek, *ESB*, 13 oktober 1993.

3. Aan sommige hypotheek is een (levens-)verzekering gekoppeld. Dit verzekeringscontract kan een additionele waardecomponent vormen.

4. J.H. Boyd en M. Gertler, *US commercial banking: trends, cycles, and policy*, NBER, Working Paper nr. 4404, 1993.

Gezonde balansverhoudingen

Een van de belangrijkste motieven voor securitisering in de VS is de regelgeving met betrekking tot de eigen-vermogensposities van banken en verzekeraars. Onvoldoende kapitaaldekking voor onder andere de kredietverstrekking noodzaakt vele financiële instellingen aldaar de balansstructuur te herstructureren. Dit motief is niet relevant voor de financiële instellingen in Nederland⁵. Algemene banken en spaarbanken voldoen ruimschoots aan de solvabiliteitsvereisten, die zijn opgelegd op basis van EG-richtlijnen en het Bazel-see Akkoord⁶.

Liquiditeit t.o.v. onderhandse markt

In de tweede plaats kan worden vastgesteld dat van de uitstaande hypotheek een deel reeds door financiële instellingen worden verhandeld op de onderhandse markt. Zo blijkt uit tabel 3 dat het aandeel (in gulden) van verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen in de nieuw ingeschreven hypotheek slechts ongeveer een vierde bedraagt van dat van de algemene banken, terwijl de omvang van de hypotheekportefeuille ruim een derde bedraagt van dat van de algemene banken en constant blijft. Met andere woorden, verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen houden mogelijk met onderhandse transacties van reeds bestaande hypotheek hun aandeel in de totale hypotheekmarkt op peil.

Het bestaan van een dergelijke markt wordt geïllustreerd door de volgende passage in het jaarverslag van Hooge Huys over 1992: "Sinds enkele jaren verstrekken wij hypothecaire leningen door middel van arrangementen van financieringspartners... Verkoop en aflossingen resulteerden in een bedrag van f 117,8 miljoen". Dit bedrag wordt voor het grootste deel verklaard uit de verkoop van een deel van de portefeuille aan een arrangementspartner.

Tabel 2. Onderverdeling nieuwe hypotheekinschrijvingen en hypotheekportefeuille, in mln gulden

	Nieuwe inschrijvingen			Omvang portefeuille		
	1989	1990	1991	1989	1990	1991
Algemene banken	28.080	30.805	28.262	127.970	137.205	145.806
Verzekeringssij'en en pensioenfondsen	7.732	6.185	7.089	45.726	47.788	51.009

Bron: *Jaarverslag DNB, 1992* en *Statistiek der hypotheek 1991, CBS, 1992*.

De genoemde voordelen van securitisering ten opzichte van verhandeling op de onderhandse markt bestaan dan niet zozeer uit comparatieve voordelen met betrekking tot de verschillende produktcomponenten van de hypotheek, maar met name uit de grotere liquiditeit van hypotheekportefeuilles.

Diversiteit hypotheekvormen

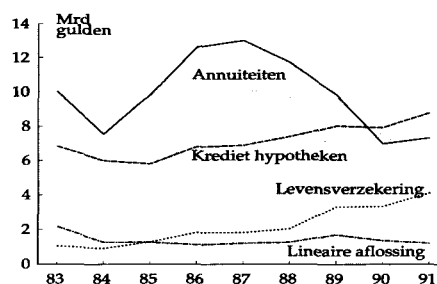
Een derde belemmering voor securitisering van hypotheek is de grote diversiteit op de Nederlandse hypotheekmarkt.

Figuur 1 geeft een overzicht van de nieuw ingeschreven hypotheek, ingedeeld naar een vijftal basisvormen. Binnen deze basisvormen vallen weer allerlei varianten te onderkennen, allen toegespitst op de specifieke kenmerken van de hypotheekgever. Het aantal varianten bedraagt momenteel om en de nabij 500. Dit verkleint de mogelijkheid om homogene portefeuilles van hypotheek samen te stellen als basis voor het uitvoeren van waardepapieren. Anders gezegd: er worden hoge eisen gesteld aan de herstructurering van hypotheekportefeuilles.

Informatie- en marketingkosten

Ten slotte kan gesteld worden dat securitisering gepaard gaat met hoge informatie- en marketingkosten. Dit komt onder meer tot uitdrukking in een langdurige voorbereiding en hoge aanvangskosten, die pas bij herhaaldelijke introducties vergoed worden. Hierbij kan gedacht worden aan de kosten van het opzetten van de juridische en financiële structuur, c.q. de speciaal voor de uitgifte op te zetten organisatie, en de kosten verbonden aan het verkrijgen van acceptatie en reputatie voor het uitgegeven produkt.

Figuur 1. Nieuw ingeschreven hypotheek, onderverdeeld naar soorten



Bron: CBS, *Statistiek der hypotheek, 1991*

Rekenvoorbeeld

Ter afsluiting de volgende illustratie met betrekking tot de geldelijke voordelen van securitisering. In geval van Hooge Huys wordt een hypotheekportefeuille ad f 200 miljoen nominaal op de markt gebracht. Als we veronderstellen dat de voordelen van deze emissie beperkt blijven tot liquiditeitsvergroting van de hypotheekportefeuille, dan mag worden aangenomen dat het effect hiervan op de waarde vergelijkbaar is met het waardeverschil zoals dat optreedt tussen staatsobligaties en onderhandse leningen. Dit betekent dat de vereiste rentabiliteit als gevolg van de door securitisering toegenomen liquiditeit met ongeveer 0,2 procentpunten terugloopt. Bij de huidige rentestand van 5,9% neemt de waarde van de hypotheekportefeuille dan maximaal met f 6,8 mln. (= [f 200 * 0,002]/0,059) toe⁷. Hierbij wordt ervan uitgegaan dat de f 200 miljoen structureel verhandelbaar blijft en dat het liquiditeitsvoordeel steeds 0,2% bedraagt. De maximale economische waarde-toename bedraagt dus 3,4%

5. Banken en verzekeraars met significante activiteiten in de Verenigde Staten kunnen gezien de stringente 'risk-based capital'-voorwaarden aldaar een uitzondering vormen. Getuige bij voorbeeld de emissie van een 100-jarige achtergestelde lening door ABN-AMRO, dd. 13 oktober 1993.

6. Blijkens het jaarverslag van DNB over 1993 lagen in 1992 de solvabiliteitsratio's van algemene banken en spaarbanken in Nederland 44% boven de norm.

7. De marge tussen onderhandse verhandelde staatsleningen en staatsobligaties bevindt zich tussen de 0,10 en 0,25 procent, al naar gelang de gemiddelde looptijd van de lening. Bron: Sandbergen c.v. Wisselmakelaars. Uitgegaan is van het rendement op 15-jarige staatsobligaties.

($= [6,8/200] \cdot 100\%$) van het nominale bedrag dat wordt gesecuritiseerd.

Gaan we er echter vanuit dat het een *eenmalige* uitgifte betreft, dat wil zeggen de f 200 mln. blijft slechts gedurende enkele jaren verhandelbaar, en nemen we gemakshalve aan dat de gemiddelde looptijd van de hypotheek 10 jaar bedraagt, dan kan hiervan een waardetoename van pakweg 1,5% ($= 0,002 \cdot [1 - (1 + 0,059)^{10}] / 0,059$) daadwerkelijk worden gerealiseerd. Hiermee is de bandbreedte geschetst van het door securitisering te bereiken voordeel. Hoewel dit nog steeds een aanzienlijk percentage is, kan dit voordeel tot dusverre te klein zijn geweest om de kosten van securitisering voldoende te dekken.

Vooruitzichten

Het valt te verwachten dat de tendens tot verdergaande securitisering zich zal voortzetten. Het tempo is evenwel onzeker. In de VS wordt de hypotheekmarkt gedomineerd door hypotheekbanken en de zogenaamde agencies⁸. Met name de liquiditeitsproblemen van de hypotheekbanken aan het eind van de jaren zeventig zorgden voor een stimulans tot securitisering van hypotheekleningen. Daarentegen zijn in Nederland aanbieders afkomstig uit diverse sectoren van de financiële dienstverlening. Pensioenfondsen bij voorbeeld kunnen hun eigen hypotheekleningen aanbieden in concurrentie met banken en verzekeraars. Zolang deze weg voor alle partijen aantrekkelijk blijft, is er geen reden tot een vergaande mate van securitisering. Dit kan veranderen door enerzijds toenemende concurrentie en anderzijds een grotere belangstelling van institutionele- en (eventueel) buitenlandse beleggers om deel te nemen in de Nederlandse hypotheekmarkt zonder zelf eerst een distributiekanaal te hoeven aanspreken.

Carel Huijgen
Meije Smink

Beide auteurs zijn verbonden aan de sectie Financiering, Belegging en Accounting, Rijksuniversiteit Groningen.

8. De 'agencies' zijn semi-overheidsinstanties voor het verstrekken van hypothecair krediet.