

# De toekomst van securitisatie

Het stilvallen van de securitisatiemarkt heeft de vraag doen ontstaan of deze markt opnieuw kan uitgroeien tot een levensvatbaar onderdeel van de kapitaalmarkt. Met een aantal beleidsaanpassingen kan securitisatie echter op een verantwoorde wijze opleven en bijdragen aan het oplossen van de huidige kapitaalschaarste bij banken.

**S**ecuritisatie ontstond eind jaren zeventig toen in de Verenigde Staten hypotheekportefolio's als effecten konden worden verhandeld. Securitisatie, ook wel effectivering genoemd, kan dan ook gedefinieerd worden als de transformatie van niet-verhandelbare activa tot verhandelbare effecten. Kader 1 beschrijft de verschillende vormen die securitisatie aan kan nemen.

Na een voorzichtige start kende securitisatie een uitbundige groei in het nieuwe millennium. In 2007 en vooral in 2008 zijn de uitgiftevolumes echter abrupt gedaald (figuur 1). Dit kan verklaard worden door het gebrek aan vertrouwen in deze markt, dat tot uiting komt in de sterk opgelopen renteversillen ten opzichte van de risicovrije swaprente (figuur 2).

## De risico's van securitisatie

Securitisatie kan gepaard gaan met ongewenst gedrag van banken (ECB, 2008). Banken hebben door een overdracht van risico op kredietportefeuilles een verminderde stimulans om kredietnemers zorgvuldig te selecteren en te controleren. Er bestaat een stimulans om zo veel mogelijk leningen te verstrekken met de daarbij behorende provisieinkomsten, met negatieve gevolgen voor de kredietkwaliteit en verhoogde kredietrisico's van dien. De enorme verliezen op subprime-hypotheekleningen in de Verenigde Staten zijn hiervan het meest treffende voorbeeld. De kredietcrisis heeft aangetoond dat het gebrek aan informatie bij investeerders over de kwaliteit van bepaalde kredietportefeuilles moeilijk door kredietbeoordelaars kan worden opgelost, aangezien zij met conflicterende belangen worden geconfronteerd. Kredietbeoordelaars worden namelijk betaald door degenen van wie zij de producten beoordelen. Zo vinden Bolton *et al.* (2009) dat kredietbeoordelaars een belang kunnen hebben om kredietrisico te onderschatten met als doel meer klanten te werven. Dit is het geval indien een groot deel van de investeerders als naïef gekenmerkt kan worden of wanneer het risico op imagoschade laag is voor kredietbeoordelaars. Het laatste is waarschijnlijk, aangezien disciplinerende van kredietbeoordelaars door de

markt lastig is. Veel investeerders zoals fondsmanagers worden door hun investeringsmandaat namelijk verplicht om te vertrouwen op kredietbeoordelingen. De afhankelijkheid van kredietbeoordelingen blijft hierdoor in stand.

Daarnaast ontlenen securitisaties met de beste kredietkwaliteit hun waarde voor een groot deel

### Kader 1

## Vormen van securitisatie

**Securitisatie kan verschillende vormen aannemen. Zo kunnen banken activa verkopen aan partijen waarmee zij geen specifieke relatie hebben; het kredietrisico wordt dan overgedragen. Banken kunnen ook activa buiten hun balans aanhouden door activa te verkopen aan *Special Purpose Vehicles* (SPV's) of conduits. Banken zetten deze SPV's op als een aparte juridische entiteit met een eigen balans met de uitdrukkelijke bedoeling om activa van de moederbank te kopen. De SPV's financieren de aankoop van activa door schuld papier uit te geven aan investeerders met de aangekochte activa als onderpand. Deze vorm staat bekend als traditionele securitisatie (figuur 3). In dit geval is de overdracht van kredietrisico afhankelijk van het wel of niet verschaffen van kredietgaranties door de moederbank aan de SPV of conduit. Afhankelijk van de verschaffing van liquiditeitsverzekeringen aan de SPV kan de moederbank ook aan marktrisico worden blootgesteld, als gevolg van schommelingen in de prijs van de gesecuritiseerde activa. De kredietcrisis heeft aangetoond dat banken veelal dergelijke steunfaciliteiten hebben toegepast (Brunnermeier, 2009).**

**Daarnaast kunnen banken securitisaties aankopen, waardoor kredietrisico genomen wordt. Een voorbeeld hiervan is het kopen van securitisaties van andere partijen door middel van een entiteit buiten de balans, zoals een *Special Investment Vehicle* (SIV). Net als veel SPV's financieren deze zich vaak met kortlopend schuld papier. Afhankelijk van de verschaffing van liquiditeits- of kredietgaranties door de moederbank wordt kredietrisico en marktrisico wel of niet op de balans genomen. Naast deze traditionele vormen van securitisatie is het mogelijk om kredietrisico te verkopen en te kopen door middel van *credit default swaps*, ook wel bekend als synthetische securitisatie.**

SINDS 1916

FRED WOUTERS

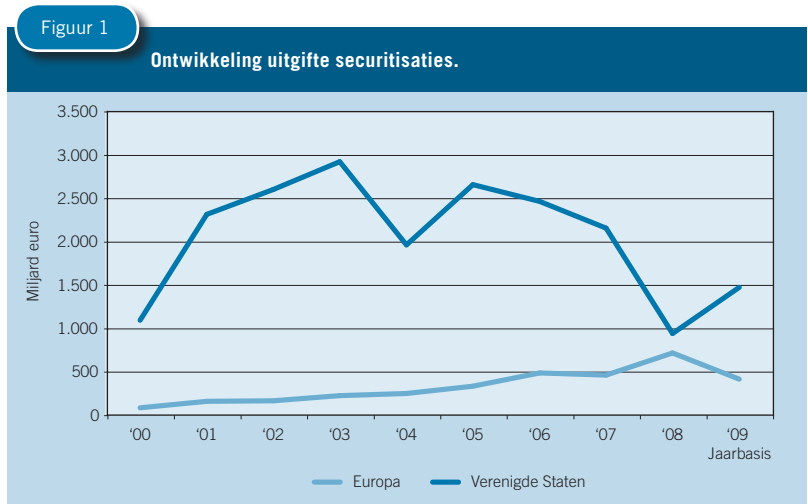
Beleidsmedewerker bij De Nederlandsche Bank

aan de lage correlaties tussen wanbetalingen in een kredietportefeuille. Deze correlaties kunnen door investeerders nauwelijks betrouwbaar worden geschat door een gebrek aan publieke data. In werkelijkheid kunnen deze correlaties hoger zijn dan de initiële schattingen van de kredietbeoordelaars en de opgaven van de uitgevers van gesecuritiseerde activa. De ontwikkelingen in de Amerikaanse en Engelse hypotheekmarkt hebben dit aangetoond. Veel zogenaamde prime-hypotheekportefeuilles met de beste kredietbeoordeling bleken in hogere mate gecorreleerd met de wanbetalingen in de subprime-hypotheekportefeuilles, zoals recente rapporten van kredietbeoordelaars zoals Fitch en S&P inzichtelijk hebben gemaakt. Kopers van gesecuritiseerde activa of van kortlopend papier dat gedekt wordt door gesecuritiseerde activa kunnen door de beschreven informatieasymmetrie hun benodigde kapitaalbuffers onderschatten waardoor zij verliezen eventueel niet kunnen absorberen. De ervaringen van enkele Amerikaanse verzekeringsmaatschappijen zoals AIG en FSA illustreren dit. Instefjord (2004) laat zien dat zeer scherpe concurrentie ook een verklaring kan zijn voor het gedrag van voorgenoemde maatschappijen. Het probleem van asymmetrische informatie wordt verder versterkt wanneer risico's meerdere keren worden herverpakt en doorverkocht zoals bij hersecuritisaties, de securitisatie van securitisaties, het geval is. Daarnaast hadden banken een stimulans om activa met een relatief lage kredietkwaliteit aan hun SPV's te verkopen. Dit had als voordeel dat zij minder kapitaal hoefden aan te houden in verband met het toezichtregime. De laatste wijzigingen in het Bazel II-raamwerk ten aanzien van liquiditeits- en kredietgaranties beogen deze toezichtarbitrage te verminderen door de kapitaaleisen voor deze garanties te verhogen.

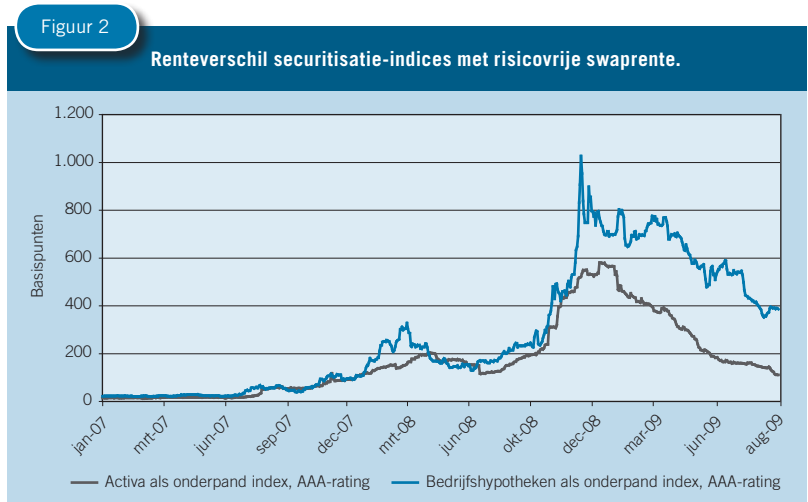
### Voordelen van securitisatie

De eerdergenoemde nadelen doen vermoeden dat securitisatie als financieringswijze of investeringsinstrument afgeserveerd dient te worden. Dit zou echter geen recht doen aan de voordelen van securitisatie.

Ten eerste stelt securitisatie markten in staat om risico's te spreiden. Deze spreiding is welvaartsverhogend als de correlatie tussen de gesecuritiseerde activa en de activa van de koper lager is dan de cor-



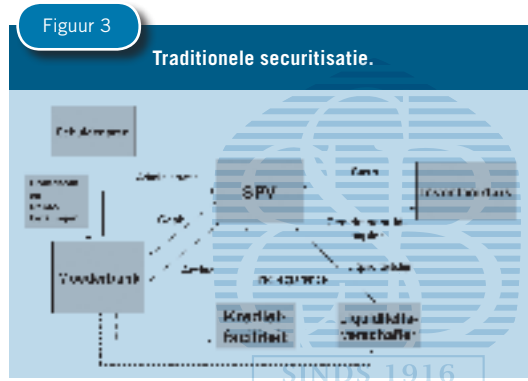
Bron: European Securitisation Forum



Bron: Bloomberg

relatie tussen de gesecuritiseerde activa en de activa van de verkoper. Hoe groter dit verschil, hoe groter de welvaartswinst. Door een betere spreiding van risico neemt de faillissementskans bij een gelijkblijvend kapitaal namelijk af voor zowel verkopers als kopers. Niettemin dienen de kopers van securitisaties afdoende gekapitaliseerd zijn. Door de relatief lagere correlatie met de betreffende activa is de koper ten opzichte van de verkoper beter in staat om het risico te dragen. Een voorbeeld is de verkoop van securitisaties die bestaan uit leningen aan gemeentes door een bank, gespecialiseerd in gemeentefinanciering, aan een bank die gespecialiseerd is in het verstrekken van kredieten aan het midden- en kleinbedrijf (mkb). De mkb-kredietbank kan hierdoor haar activa diversifiëren en de bank die gespecialiseerd is in gemeentefinanciering kan op haar beurt gesecuritiseerde activa kopen van de mkb-kredietbank. Risicodiversificatie heeft daarnaast tot gevolg dat meer krediet kan worden verleend op een verantwoorde wijze, waardoor productieve investeringsmogelijkheden beter benut kunnen worden. Een gehele of gedeeltelijke overdracht van kredietrisico is van belang om daadwerkelijk tot risicospreiding en meer kredietverlening te komen (BIS, 2003).

Ten tweede kan securitisatie het verschil in looptijd tussen activa en passiva verminderen. Dit verschil kan worden verkleind indien de correlatie tussen de gesecuritiseerde activa en de passiva van de koper hoger is dan de correlatie tussen de gesecuritiseerde activa en de passiva van de verkoper. Dit voordeel stemt overeen met de werkelijkheid, aangezien banken bij uitstap met liquiditeitsrisico kampen als gevolg van looptijdtransformatie. Rekeningcouranttegoeden en deposito's zijn namelijk direct of met een kleine tijdsvertraging opvraagbaar, terwijl activa van banken vaak bestaan uit langetermijnactiva



Tabel 1

## Voordelen van securitisatie.

Correlatiematrix				
	Gesecuriteerde activa	Activa verkoper	Activa koper	Voordeel indien
Gesecuriteerde activa	1	$\rho_1$	$\rho_2$	$\rho_2 < \rho_1$
	Gesecuriteerde activa	Passiva verkoper	Passiva koper	
Gesecuriteerde activa	1	$\phi_1$	$\phi_2$	$\phi_2 > \phi_1$

zoals hypotheek. Door langetermijnactiva te securitiseren en deze te verkopen aan voldoende gekapitaliseerde langetermijninvesteerders kan het verschil in looptijd tussen activa en passiva bestreden worden. Langetermijninvesteerders zoals pensioenfondsen en levensverzekeraars zijn in dit kader interessante investeerders. Een vermindering van het verschil in looptijd tussen activa en passiva door middel van securitisatie kent in tegenstelling tot een swaptransactie geen tegenpartijkredietrisico.

### Beleidsopties

De cruciale vraag is echter hoe van securitisatie geprofiteerd kan worden zonder geconfronteerd te worden met de geschetste nadelige effecten. Hier zullen daartoe een drietal oplossingen worden gepresenteerd.

Ten eerste kunnen banken worden verplicht om een gedeelte van hun gesecuriteerde portefeuille op de eigen balans aan te houden. Hierdoor hebben banken een stimulans om prudent krediet te verstrekken en zorgvuldig de kredietkwaliteit te controleren. De laatste wijzigingen in de Richtlijn Kapitaalvereisten van de Europese Commissie voorzien hierin; banken dienen tenminste vijf procent van de totale securitisatie aan te houden door middel van zogenaamde retenties. Retenties kunnen bestaan uit het securitisatiegedeelte dat als eerste verliezen absorbeert: de zogenaamde *equity* tranche. Op de equity tranche worden verliezen geleden voordat er op andere gedeeltes of tranches verliezen geleden worden. Andere mogelijke retenties kunnen bestaan uit ten minste vijf procent van elke tranche, variërend van de tranche met de beste kredietbeoordeling tot de equity tranche die de slechtste kredietbeoordeling heeft. Dit laatste staat ook wel bekend als een verticale retentie. Het aanhouden van een gedeelte van de gesecuriteerde portefeuille was al vóór de crisis gemeengoed bij veel banken; tranches met de slechtste kredietkwaliteit werden vaak op de eigen balans aangehouden. Het zou daarom raadzaam zijn om banken naast het aanhouden van de equity tranche te verplichten tot verticale retentie. Zo wordt voorkomen dat banken stoppen met de controle van gesecuriteerde activa zodra de equity tranche is uitgeput door kredietverliezen. De belangen van banken zouden door een dergelijke systematiek overeenkomen met de belangen van alle investeerders, ongeacht in welke tranche deze investeerders hebben belegd. Bovendien wordt de sterke stimulans die uitgaat van het aanhouden van de equity tranche behouden.

Ten tweede kan de eigen kredietbeoordeling van investeerders worden gefaciliteerd door informatie te verschaffen van iedere afzonderlijke lening die deel uitmaakt van een tranche of zelfs van alle tranches die samen de totale securitisatie vormen. De investeerder kan zo een betere inschatting maken hoe de risico's binnen en tussen de tranches zijn verdeeld. Prospectussen van recentelijk uitgebrachte securitisaties bieden in sommige gevallen al informatie op het niveau van individuele leningen aan, bijvoorbeeld door middel van *Loan Identification Number Codes*. Deze codes maken het automatisch observeren van bepaalde eigenschappen door middel van ICT-systemen mogelijk. Verder kunnen andere initiatieven vanuit de sector zoals een gedragscode, uniforme rapportagestandaarden en online-databanken de informatieasymmetrie tussen bank en investeerder verkleinen, aangezien dit de beschikbaarheid en de vergelijkbaarheid van informatie verbetert. Dit laat onverlet dat het vergaren en analyseren van informatie door investeerders een intensief proces zal blijven.

Ten derde kunnen banken gestimuleerd worden om eenvoud na te streven bij nieuwe securitatiestructuren. Het verminderen van het aantal tranches en het verminderen van het aantal partijen dat bij een securitisatie betrokken wordt kan de complexiteit van securitisaties verminderen en daarbij transparantie en informatievergaring faciliteren. Dit pleit ervoor om hersecuritisaties te ontmoedigen wegens hun gebrek aan eenvoud. Deze producten kennen bovendien afnemende meeropbrengsten wat betreft risicospreiding; het herhaaldelijk securitiseren kan leiden tot een overschatting van de diversificatievoordelen en is dus minder veelbelovend dan het aanvankelijk lijkt. Aangezien banken met complexe structuren doorgaans meer provisies kunnen genereren dan met eenvoudige structuren, is een actieve stimulans tot meer eenvoud gewenst. Deels is dit al ondervangen met de verzwaarde kapitaaleisen voor hersecuritisaties in het Bazel II-raamwerk die het aanhouden van hersecuritisaties zwaarder beprijsen en daarmee ontmoedigen. Verder zouden onderpandvereisten bij beleningstransacties met centrale banken als tegenpartij aangescherpt kunnen worden. Een dergelijke aanpassing is niet triviaal, aangezien de meeste nieuwe securitisaties nu als onderpand voor dergelijke transacties worden gebruikt. Verder kan het geven van kapitaalverlichting bij het gebruik van onderpand in andere transacties worden vermindert indien complexe securitisaties als onderpand worden aangewend.

### Conclusie

Een retentieverplichting, meer en beter vergelijkbare informatie op het niveau van individuele leningen en eenvoudigere securitatiestructuren kunnen zorgen voor economisch verantwoorde stimuli bij banken en betere informatie voor investeerders. Nadelige effecten van securitisatie worden daardoor minder waarschijnlijk, terwijl de voordelen van securitisatie genoten kunnen worden. Een heropstart van de securitatie markten is van belang als bron van kredietverlening en risicospreiding, vooral in Europa waar banken relatief belangrijk zijn voor de kredietverstrekking. Kapitaalschaarste bij banken kan dan ook grote gevolgen voor de kredietverlening hebben. Het zeer prille economische herstel dat zich begint af te tekenen kan zo door securitisatie gestimuleerd worden.

#### LITERATUUR

- BIS (2003) *CGFS-rapport on credit risk transfer*. Bazel: BIS.
- Bolton, P., X. Freixas, en J. Shapiro (2009) *The credit ratings game*. NBER werkdokument nr. 14712. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.
- Brunnermeier, M. (2009) *Deciphering the 2007-08 liquidity and credit crunch*. *Journal of economic perspectives*, 23(1), 77-100.
- ECB (2008) *The incentive structure of the 'originate and distribute' model*. Frankfurt: ECB.
- Instefjord, N. (2004) *Risk and hedging: do credit derivatives increase bank risk?* *Journal of banking and finance*, 29(2), 333-345.