

Undercovered bonds



Column
Peter van Doesburg

Met de uitdijende schulden crisis in de eurozone zijn staatsobligaties niet langer de ultieme zekerheid voor beleggers. Hoewel Nederlands en Duits staatspapier nog altijd als veilige vluchthaven fungeert, neemt de kredietwaardigheid van veel overheden af.

In dit perspectief ligt het voor de hand dat beleggers op zoek gaan naar alternatieven die kunnen dienen als hoeksteen van de portefeuille.

Gewone bedrijfsobligaties vervullen deze functie niet. Zelfs de meest kredietwaardige bedrijfsobligaties daalden toen de markt in de stress schoot na de val van Lehman Brothers.

Deze beleggingscategorie bood dan ook niet het gewenste tegenwicht in de portefeuille. Als alternatief voor staatspapier worden daarom in toenemende mate covered bonds gepropageerd. Dit zijn bedrijfsobligaties met een extra zekerheid die worden uitgegeven door banken.

Die zekerheid wordt gewaarborgd doordat de lening direct wordt gekoppeld aan een specifiek toegewezen onderpand (meestal een hypotheekportefeuille) waarvan de kwaliteit wetmatig wordt gemonitord en zo nodig opgewaarderd.

Bij faillissement staan de houders van covered bonds vooraan en maken aanspraak op het onderpand en vruchtgebruik. Niet alleen bij beleggers maar

ook bij de banken is dit instrument populair geworden.

Banken hebben na de kredietcrisis moeite om vreemd vermogen aan te trekken en worden min of meer gedwongen om extra zekerheden te verschaffen aan beleggers door het uitgeven van covered bonds.

Dit heeft geleid tot een recorduitgifte van covered bonds in de eurozone in 2010 die naar alle waarschijnlijkheid in 2011 weer wordt overtroffen. Deze beleggingscategorie zal daarom de komende jaren een toenemende en wellicht zelfs dominerende rol opeisen in het obligatiespectrum.

Zijn covered bonds een vluchthaven of moeten we ze toch scharen in de categorie 'risky assets' die in tijden van stress even goed dalen? Een historische analyse suggereert het eerste, maar er zijn redenen aan te nemen dat dit gaat veranderen. Ondanks de op het eerste gezicht harde garantstellingen blijkt dat covered bonds gevoelig zijn voor landenrisico's en de huizenmarkten.

De risico-opslagen van Ierse en Spaanse covered bonds zijn sinds de kredietcrisis fors opgelopen. Hiermee prijst de markt in dat het gesecuritiseerde onderpand en het juridische kader mogelijk niet toereikend zijn.

Historisch gezien noteerden covered bonds een lagere renteopslag, en dus lager risico, dan kredietwaardige bedrijfsobligaties (exclusief financials). Thans geldt echter het omgekeerde.

Hiermee worden de toenemende risico's van covered bonds gereflecteerd ondanks de ogenschijnlijk uitgebreide waarborgen. De categorie heeft hiermee een dubbelzinnig 'undercover' karakter. Op het eerste gezicht een degelijke belegging, maar onder de oppervlakte liggen nogal wat schimmige valkuilen.

.....
Peter van Doesburg is beleggingsstrateeg bij Wealth Management Partners.

