

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. Deposithouders/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

voor bedrijfsobligatiebeleggingen.

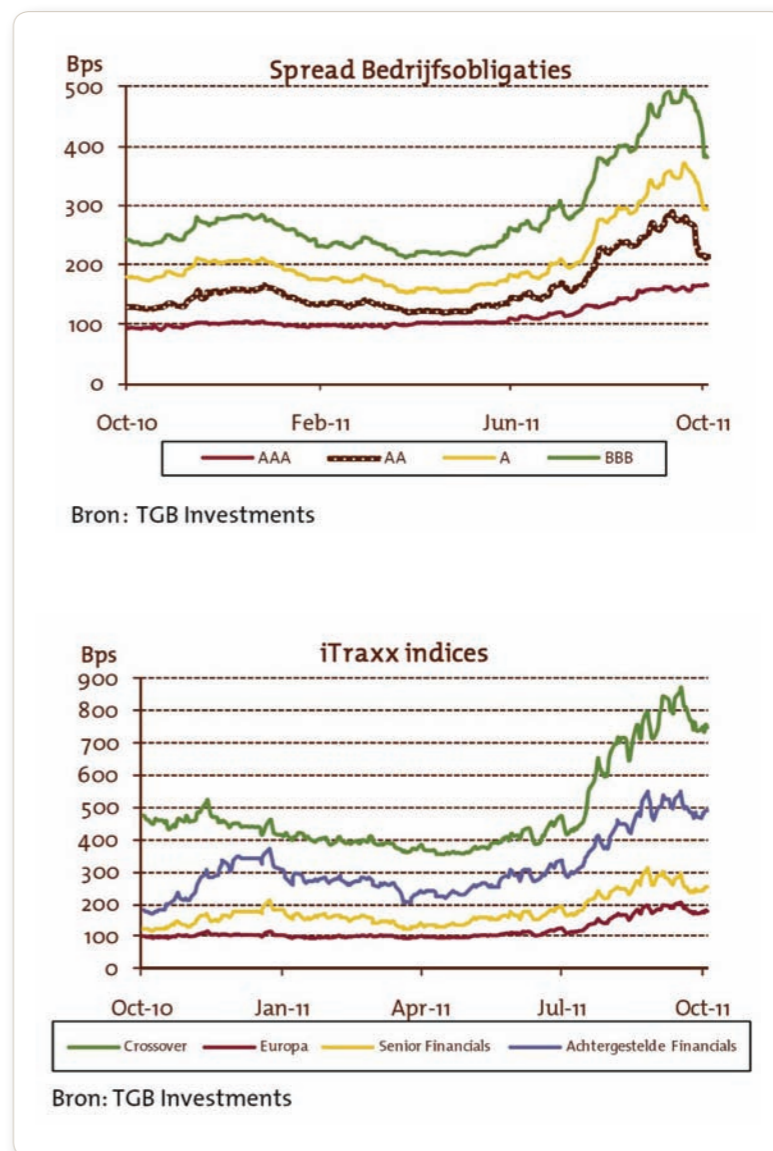
VERVROEGD AFLOSSEN

Een maand geleden meldden wij hier dat het mogelijk is dat uitgevende instellingen perpetuele leningen (perps) vervroegd willen gaan aflossen of goedkoper willen herfinancieren. Zij hoeven niet de eerst mogelijke aflossingsdatum af te wachten, maar kunnen ook tussentijds een voorstel tot inkoop bij obligatiehouders neerleggen, waarbij beide partijen voordelen kunnen behalen. Immers, de emittent kan onder pari (100%) inkoop en een boekwinst realiseren, terwijl obligatiehouders een koerswinst realiseren ten opzichte van de laatst gedane koers.

Zo kondigde Van Lanschot op 29 september aan twee uitstaande perps te willen inkoop, respectievelijk op 75 en 82,50 procent. De obligatiekoersen op het moment van aankondiging waren respectievelijk 43 en 70,5 procent (dus bedroeg de koerswinst op dat moment voor de obligatiehouders respectievelijk 74% en 17%), waarbij eventueel de eerste perp geruild kan worden in een 'senior' lening. Dit bod op de eigen eeuwigdurende obligaties kan leiden tot een boekwinst bij Van Lanschot van bijna 65 miljoen euro voor belastingen, oftewel circa 1,25 euro per aandeel. Helaas heeft het aandeel hierop nog nauwelijks gereageerd. Daarbij komt dat Van Lanschot hierdoor tier-1-kapitaal kan omzetten in 'core' tier-1-kapitaal.

Andere kandidaten die ons inziens met dergelijke voorstellen kunnen komen zijn Friesland Bank (€ 125 miljoen, 2,751% variabele perp) met een huidige beurskoers van 47 procent, en Eureko (€ 600 miljoen 6% fixed perp) met een huidige beurskoers van 66 procent.

Als Friesland Bank deze obligatie met een Fitch-rating BB+ en een variabele rente van 12,5 bps boven de tienjarige Nederlandse staatsrente zou inkoop tegen 75 procent, maakt de obligatiebelegger een boekwinst van 59 procent en Friesland Bank zelf een



boekwinst van 31,25 miljoen euro (25%). Deze boekwinst is netto, want Friesland Bank heeft fiscaal compensabele verliezen die nu mooi benut kunnen worden. In het eerste halfjaar van 2011 realiseerde Friesland Bank slechts 5 miljoen euro nettowinst. Bij het inkoop van haar eigen perp dient zij dan wel 93,75 miljoen euro te herfinancieren en net als Van Lanschot een nieuwe lening uit te schrijven, waarbij een hogere rente betaald moet worden. Niettemin kan zij de gemaakte boekwinst bij het eigen vermogen (core tier-1-kapitaal) schrijven. Overigens dient vermeld te worden dat deze obligaties niet erg liquide zijn, waardoor een geringe vraag al gauw kan leiden tot een hogere koers.

Eureko zou bij een bieding van 85 procent op haar 6% € 600 miljoen perp (S&P-rating BBB) 90 miljoen euro (15%) voor belasting

kunnen verdienen. Dit zou de obligatiehouders een winst van 29 procent kunnen bezorgen op basis van de huidige koers. Uiteraard zijn bij dergelijke terugkoopregelingen de obligatiehouders die ooit op pari (100%) hebben gekocht de verliezers.

PREFERENTE AANDELEN

Ten slotte aandacht voor nog een andere interessante belegging, namelijk preferente aandelen. Dit zijn aandelen die dicht tegen perpetuele bedrijfsobligaties en eigen vermogen aanschurken. Zij geven mede vanwege het risico en de geringe liquiditeit een hoog dividend.

Interessant zijn de British Airways Finance 6,75% cumpref aandelen met een dividendbetaling per kwartaal. Er staan twaalf miljoen van deze aandelen uit. Elk kwartaal kunnen zij 'afgelost' worden tegen de uitgiftekoers van 25 euro. Het totale oorspronkelijk uitstaande bedrag is slechts 300 miljoen euro en de verhandelbaarheid is niet groot. Bij de huidige koers van 14,50 euro is het jaarlijkse dividendrendement 11,6 procent. Dit divi-

dend is belastingvrij, aangezien de onderneming in het belastingparadijs Jersey is gevestigd. British Airways Finance (Jersey) LP is juridisch wel een andere entiteit, maar is voor 100 procent in handen van British Airways Holdings Ltd, dat na de fusie met het Spaanse Iberia, International Airlines Group (IAG) heet. De S&P-rating is B-. Ook in dit geval bestaat altijd de mogelijkheid een deal aan te gaan met de preferente aandeelhouders, zoals onlangs ook Unilever gedaan heeft. Met name als de fiscale status van Jersey verandert, zou het management kunnen overwegen de aandelen in te kopen of om te ruilen tegen andere voorwaarden. ■

Keijser Capital handelt in genoemde obligaties en kan hier een positie in hebben. Ook de auteur belegt in betrokken instrumenten. Zie voor de volledige disclaimer de website van Keijser Capital (www.keijsercapital.nl).

