



*"Being good in business is the most  
fascinating kind of art."*  
Andy Warhol

## Deposito of bankobligaties?

september 2012

De activiteiten en balansen van banken zijn zo complex geworden dat zelfs de regelgevers en toezichhouders soms "out of control" zijn. Dit is dan ook de belangrijkste reden dat de kredietcrisis heeft kunnen ontstaan. Maar met de huidige regelgeving dienen banken meer kernvermogen aan te houden en zijn de balansen verkort. Zo is de balans van de Royal Bank of Scotland, sinds 2009 gehalveerd tot zo'n € 1.200 miljard. Om de balansen verder te versterken moeten er bij voorkeur hoge winsten worden gerealiseerd. Als gevolg hiervan ontstaan er extra zekerheden voor de obligatiehouders. Hierbij is het ook goed om te weten dat banken een cruciale functie voor onze overheden vervullen. Want aangezien we in de Eurozone jaarlijks een tekort van zo'n € 300 miljard (3% van het GDP) mogen hebben, zal iets of iemand elk jaar weer dit bedrag op tafel moeten leggen. Het is dus niet verrassend dat juist de banken nogal wat staatsleningen in positie hebben.



### Aandeelhouders betalen de rekening, obligatiehouders niet

Onze banken vervullen een belangrijke functie in de economie en worden doorgaans beschermd door overheden. Niet voor niets zijn dan ook vrijwel alle Nederlandse banken "geholpen" tijdens de kredietcrisis. Helaas hebben de aandeelhouders daarbij een hoge prijs betaald maar zijn de spaarders en obligatiehouders buiten schot gebleven. Dit zijn immers de partijen die geld hebben geleend aan de banken en een belangrijk onderdeel van de balans zijn. Bedenk hierbij wel dat de obligatiehouders de assets van de bank als zekerheid hebben en een essentiële "life line" zijn voor de banken als het gaat om de funding. Het niet betalen van rente of niet aflossen van obligatie betekent vrijwel direct een lagere rating en dus hogere leenkosten hetgeen de winstgevendheid aantast. Het

spaargeld daarentegen heeft geen zekerheden anders dan een garantie van € 100.000,--. Hierbij dient te worden opgemerkt dat collega bankiers de garantie betalen in geval van een deconfiture. Je zou dus kunnen stellen dat de obligaties een relatief hoge mate zekerheid hebben. Juist daarom kijken wij nog steeds met belangstelling naar bankobligaties, vooral het gaat om "fallen angels". Zo hebben wij enkele obligaties geselecteerd waarvan wij verwachten dat de koersen weer geleidelijk zullen herstellen en uiteindelijk gewoon gaan aflossen op 100%.

### In focus; obligaties Bankia

Wij kunnen vaststellen dat er sprake is van toenemende belangstelling voor de obligaties van onder andere Bankia dat, net als ABN AMRO, inmiddels ook een staatsbank is en over de 1<sup>e</sup> helft van 2012 operationele winst van € 1,15 miljard heeft behaald. Zeker na de recente afboekingen en de aanstaande kapitaalsinjectie van € 19 miljard, is er sprake van een interessante situatie. Want zodra ook Spanje een "bad bank" heeft kan het restant van de slechte leningen van de balans en is Bankia weer een gezonde bank. De situatie rond de Bankia obligaties is vergelijkbaar met de (staatsgegarandeerde) obligaties van Allied Irish Bank en de Bank of Ireland eerder dit jaar. De koersen van deze leningen zijn inmiddels gestegen van 78% naar 98%; naast de opgelopen rente is dit een koerswinst van 25%! En op dit moment zijn het vooral de Bankia obligaties die aantrekkelijk geprijsd zijn. Hierbij valt te denken aan de 4,375% Bankia per 2017 op een koers van 81% met een YTM van 10% per jaar en de 3,625% Bankia per 2016 op een koers van 84% (AA rating). Laatstgenoemde obligatie is een zogenaamde covered bond die extra zekerheden geeft. Wel is het effectieve rendement iets lager; de YTM komt uit op zo'n 8,5% per jaar. Ter vergelijking; een 2016 lening van ABN AMRO (A+ rating) heeft een YTM van slechts 1,5% per jaar!