



*"Europe was created by history.
America was created by philosophy"*
Margaret Thatcher

Basel 3 leidt tot inkoop obligaties

oktober 2012

Steeds meer obligatiebeleggers beseffen dat Basel 3 interessante kansen biedt. Immers, de nieuwe spelregels voor banken zien er niet alleen op toe dat het kernvermogen van onze banken omhoog gaat, ook ontstaan er voor de obligatiehouders meer zekerheden. En niet onbelangrijk; de structuur van het kernvermogen gaat veranderen. Zo zullen de innovatieve Tier 1 leningen vanaf 2013 elk jaar 10% worden "afgewaardeerd", waardoor dit soort leningen over 10 jaar niet meer meetellen tot het kernvermogen. De zogenaamde Upper Tier 2 categorie daarentegen verdwijnt al met ingang van 2013 van het toneel. Het is dan ook aannemelijk dat veel van deze obligaties versnelt zullen worden ingekocht. Het aardige is wel dat de koersen van deze obligaties vaak nog ver onder pari staan. Slimme bankiers zullen dan ook proberen "overtollige" obligaties in te kopen tegen prijzen die lager zijn dan de aflossingskoers om zodoende een fraaie boekwinst te kunnen realiseren.

Changes to bank capital securities
According to Basel 3 proposal

Tier 3	Will disappear
Lower Tier-2	Less important, but will continue to exist. Potential restrictions or allowed structures
Upper Tier-2	Will disappear
Innovative Tier-1	Will disappear
Non-step Tier-1	More restrictive structures to emerge
ECN, Contingent Capital Notes	New, but most likely a niche product
Common shares	

Source: UBS WMR

Meer kernvermogen betekent meer zekerheden

In tegenstelling tot normale bedrijven hebben banken een grote variëteit aan obligaties uitstaan. Zo zijn er de zogenaamde covered bonds die een directe zekerheid hebben bestaande uit een dynamische leningen portefeuille met wettelijk vastgestelde ratios. Strikt genomen zijn dit de veiligste leningen van banken. De Tier 1 en Tier 2 obligaties daarentegen zijn doorgaans achtergesteld en hebben beleggers vaak op het verkeerde been gezet. Omdat vrijwel niemand, bij uitgifte van deze leningen, oog had voor de specifieke kenmerken zijn velen het schip ingegaan. Niet zelden halverden de koersen als gevolg van de bankencrisis en de dalende rente. Maar met Basel 3 voor de deur lijkt het tij gekeerd. Hierbij mag niet worden vergeten dat banken nogal wat bedrijfsonderdelen hebben verkocht, de balansen hebben verkort en vaak ruim bij kas zitten. ING is hier een goed voorbeeld van. Maar ook de situatie

bij SNS is interessant. Niet in de laatste plaats omdat men nog € 850 miljoen aan Den Haag moet betalen en de verzekeringstak van SNS weleens snel verkocht zou kunnen worden aan bijvoorbeeld Stad Rotterdam (100% staatsbedrijf) voor zo'n € 1,4 miljard. Mocht dit scenario werkelijkheid worden dan heeft de SNS bank mogelijk weer ruimte om enkele dure en straks ook "overtollige" obligaties in te kopen.

Welke obligaties zijn te overwegen

Eerder deze maand hebben we al een 3-tal ING obligaties onder de loep genomen waarvan de koersen inmiddels flink hoger staan zodat we ons nu richten op obligaties van ABN AMRO en de SNS bank. Onderstaande leningen zijn slechts een greep uit de vele tientallen, nog interessante, Tier 1 en Upper Tier 2 obligaties waarbij de koersen nog altijd tussen de 60% en 80% noteren en de rentecomponent gemiddeld 5%-6% per jaar bedraagt. Overigens; onderstaande obligaties reageren doorgaans positief op een stijgende rente en bieden daardoor enig tegenwicht binnen een portfolio met overwegend traditionele obligaties.



4,31% ABN AMRO bank, innovatieve Tier 1, koers 77%, yield to market 5,6%, na 10 maart 2016 floating; 3-maands euribor plus 1,66%. Bij aflossing a pari > 30% koerswinst.



11,25% SNS bank, innovatieve Tier 1, koers 67%, yield to market 16,7%, na 27 november 2019 floating; 5-jaars euribor plus 9,75%. Bij aflossing a pari > 45% koerswinst.