

Niche wordt bouwsteen: SRT's binnen alternative credit

Significant Risk Transfer-transacties (SRT's) winnen terrein bij pensioenfondsen en verzekeraars. Ze bieden toegang tot kredietrisico op goed gespreide bancaire kernportefeuilles, vaak met variabele spread-inkomsten, en veelal zonder dat de onderliggende leningen van de bankbalans verdwijnen.

Door *Serdar Özdemir*

In dit artikel bespreken we de werking van SRT's, de positionering binnen alternative credit en de vragen die een beleggingscommissie vooraf scherp wil hebben.

Wat is een SRT en waarom maken banken hier gebruik van?

Banken houden voorzieningen aan voor verwachte verliezen en kapitaal voor onverwachte verliezen. Basel 3.1 kan de voordelen van interne modellen begrenzen, waardoor het kapitaalbeslag op bepaalde portefeuilles kan stijgen. Dat stimuleert banken om kredietrisico actiever te beheren.

Een SRT-transactie is een transactie waarbij een bank een afgebakend deel van

het kredietrisico economisch overdraagt aan derden om de kapitaalefficiëntie te verbeteren. Kapitaalvrijval is daarbij geen automatisch gevolg. Toezichhouders beoordelen onder meer de transactie-opzet, de kwaliteit van kredietbescherming en de prudentiële erkenning van de risico-overdracht.

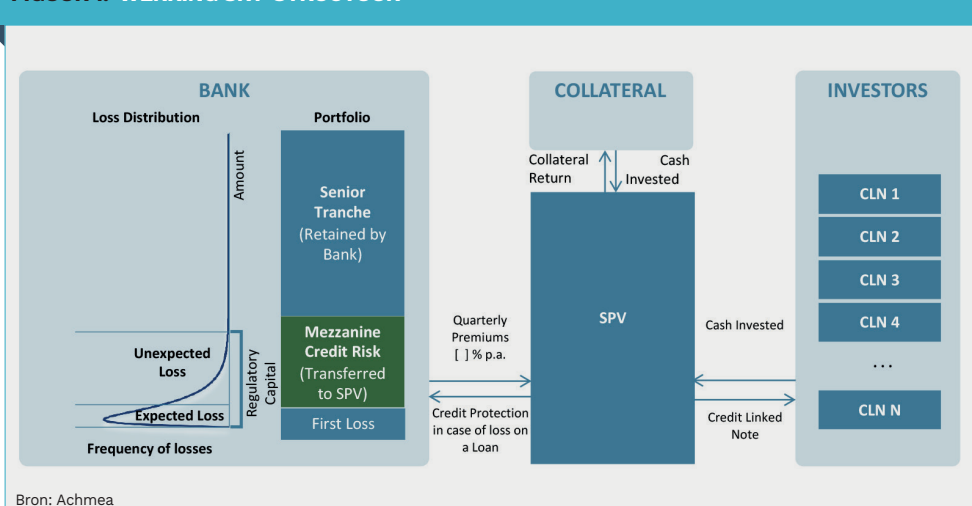
Hoe werkt de structuur in de praktijk?

Veel SRT's zijn synthetische securitisaties. De bank trancheert het kredietrisico van een referentieportefeuille (bijvoorbeeld MKB-, consumenten- of hypotheekleningen) en koopt kredietbescherming op een specifieke tranche. Juridisch blijven leningen doorgaans op de bankbalans staan, economisch verschuift een deel van het risico.

- **Funded:** de bescherming wordt gefinancierd, vaak via Credit-Linked Notes (CLN's) die door een SPV worden uitgegeven, waarbij de opbrengst als onderpand wordt aangehouden.
- **Unfunded:** de bescherming verloopt via een garantie of verzekering, waardoor tegenpartij- en documentatierisico's belangrijker zijn.
- **Cashflow:** de bank betaalt een premie, beleggers ontvangen de coupon uit deze premie, aangevuld met (bij funded) het rendement op het onderpand. Verliezen lopen via de tranche-waterval.

Voor beleggers ligt het risico-rendementsprofiel vooral in junior- en mezzanineposities: de premie is hoger, omdat deze tranches eerder verliezen absorberen

FIGUUR 1: WERKING SRT-STRUCTUUR



‘SRT’s bieden doorgaans toegang tot omvangrijke, door banken geïngineerde referentieportefeuilles met brede spreiding en een meer gestandaardiseerd kredietproces.’

zodra verliezen door de buffer (attachment) breken. Daarmee is de belegging een ruil: een premie in ruil voor afgebakend kredietrisico.

Marktontwikkeling: van niche naar volwassener segment

De markt voor synthetische SRT’s is de afgelopen jaren sterk gegroeid.¹ In de IACPM Global SRT Bank Survey (2016 - 2024) rapporteerden 51 banken meer dan 650 transacties, met in totaal circa € 1,3 biljoen aan onderliggende leningen. Europa is dominant: ongeveer 70% van de activiteit in 2024 kwam van EU-banken.

Ook Nederlandse institutionele beleggers zijn zichtbaar actief. PGGM meldt publiek sinds 2006 in SRT’s te investeren en rapporteert per 31 december 2024 42 transacties met een marktwaarde van € 6,7 miljard en een historisch gemiddeld gerealiseerd rendement rond 12% per jaar (tot en met 2024).² Historische rendementen zijn geen garantie voor de toekomst en verschillen per tranche, portefeuille en marktregime.

Positionering binnen alternative credit

SRT’s worden vaak vergeleken met CLO’s, private ABS en direct lending. De verschillen zitten vooral in de aard van de onderliggende assets en in hoe risico zichtbaar wordt in de waardering.

- Onderliggende assets: SRT’s refereren vaak aan bancaire kernleningen, CLO’s doorgaans aan leveraged loans. Direct lending is bilateraal en minder gestandaardiseerd, private ABS is

heterogeen en vaak asset-specifiek.

- Waardering en liquiditeit: SRT’s zijn vaak private instrumenten. Daardoor kan de gemeten (MTM-)volatiliteit lager lijken, maar dit hangt ook af van de waarderingsfrequentie en pricing-governance.
- Diversificatie: SRT’s kunnen diversificatie bieden ten opzichte van publiek credit en competitieve direct lending, maar de mate daarvan is tranche- en portefeuille-afhankelijk en vraagt om stresstesten op default- en recovery-scenario’s.

Juist daar zit voor institutionele beleggers vaak de kern van de allocatiecase. Waar direct lending en CLO’s vaker exposure geven aan relatief meer geconcentreerde portefeuilles en/of manager-gedreven kredietselectie, bieden SRT’s doorgaans toegang tot omvangrijke, door banken geïngineerde referentieportefeuilles met brede spreiding en een meer gestandaardiseerd kredietproces. Dat betekent niet dat het risico per definitie lager is, maar wel dat het anders van aard is: de uitkomst hangt sterker af van portefeuilleconstructie, tranche-positionering (attachment/detachment) en de contractdefinities rond kredietgebeurtenissen en recoveries (bijvoorbeeld wanneer een ‘default’ telt en hoe verliezen/recoveries worden vastgesteld en toegewezen), dan van individuele borrower selection. Voor een beleggings->



Serdar Özdemir

Manager Capital Markets,
Achmea

5 thema’s waarover een beleggingscommissie meestal vragen stelt:

- Portefeuille: samenstelling (sector/geo), underwriting-standaarden, concentratielimieten, looptijd (WAL) en transparantie (reporting).
- Investment case: tranche attachment/detachment, expected loss (base en stress), definities van kredietgebeurtenissen en recovery-methodiek, verwacht rendement in verhouding tot het gelopen risico.
- Structuur: funded/unfunded, onderpandkwaliteit en custody, waterval, replenishment/managed features en juridische enforceability.
- Governance & Regelgeving: waarderingsbeleid (model/quotes), liquiditeitsassumpties, monitoring en escalation naar risk/IC.
- Regelgeving: Wtp- en Solvency II-behandeling en sensitiviteit voor veranderende regels of interpretaties.

commissie maakt dit SRT's binnen alternative credit beter vergelijkbaar op portefeuillelogica (data, loss-mechanics, governance) dan op het label, wat helpt bij de allocatie, monitoring en communicatie richting bestuur.

Wtp en Solvency II: relevant, maar afhankelijk van de details

Voor Nederlandse pensioenfondsen valt de toegenomen belangstelling samen met de overgang naar de Wtp. SRT's kunnen passen als aanvulling binnen alternative credit, mits liquiditeitsbeleid, waarderingsgovernance en risicobudget aansluiten bij de gekozen tranches.

Voor verzekeraars is de kapitaalbehandeling onder Solvency II vaak doorslaggevend. Historisch waren kapitaaleisen voor securitisaties relatief hoog. Vanaf 30 januari 2027 voorziet de herziene Solvency II-regelgeving in een gunstiger behandeling van securitisaties, vooral voor senior tranches en STS-posities, en in beperktere mate voor mezzanine- en juniortranches. Verzekeraars met een (partieel) intern model kunnen, afhankelijk van modelgoedkeuring en aannames, diversificatie en verliesverdeling explicieter modelleren, wat de kapitaallast kan verlagen. Juist voor partijen die in junior tranches van CLO's kunnen beleggen vanuit een beschikbaar risicobudget dan wel een gunstig intern model, zijn SRT's een interessant alternatief. De achterliggende gedachte is dat bank-originated portefeuilles doorgaans onder strakkere underwriting en governance tot stand komen en vaak meer granulair

‘Voor Nederlandse pensioenfondsen ligt de aantrekkelijkheid van SRT's in een extra bron van variabele spread-inkomsten én diversificatie richting bancaire kernportefeuilles.’

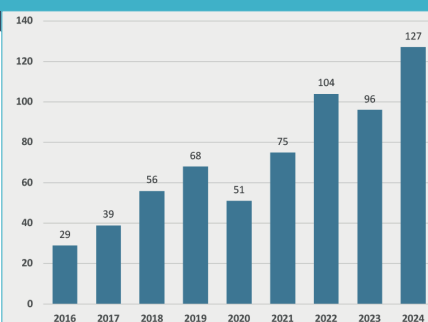
gespreid zijn, terwijl CLO-portefeuilles via managerselectie en markt-opportunities worden opgebouwd, waardoor risicodynamiek en concentratie per definitie kunnen verschillen.

Wat betekent dit voor Nederlandse pensioenfondsen?

SRT's zijn uitgegroeid van niche-instrument naar een volwassener segment binnen alternative credit. Voor Nederlandse pensioenfondsen ligt de aantrekkelijkheid in een extra bron van variabele spread-inkomsten én diversificatie richting bancaire kernportefeuilles, met de mogelijkheid om het risicorendementsprofiel te sturen via tranchekeuze (en attachment/detachment) binnen het Wtp-risicobudget. Voor fondsen die die governance op orde hebben, bieden SRT's een van de interessantere risico-rendementscombinaties binnen het huidige alternative credit-universum. ■

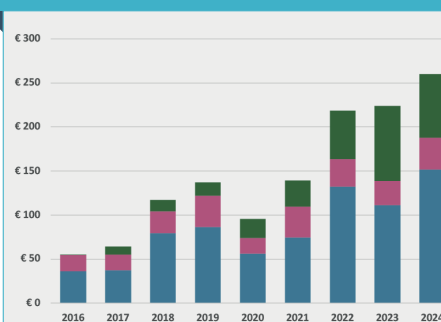
- 1 IMF Working paper: 'Recycling Risk: Synthetic Risk Transfers'
2 PGGM: CRS at PGGM – publieke informatie over SRT/CRS-activiteiten (peildatum 31-12-2024).

FIGUUR 2: AANTAL SRT-DEALS PER JAAR



Bron: BIS (Bank for International Settlements)

FIGUUR 3: OMVANG ONDERLIGGENDE PORTEFEUILLE PER REGIO UITGEDRUKT IN MRD



Bron: BIS (Bank for International Settlements)

IN HET KORT

SRT's groeien snel binnen het alternative credit-segment en bieden toegang tot kredietrisico op goed gespreide bancaire kernportefeuilles.

De markt wordt volwassen. Wereldwijd zijn er meer dan 650 transacties door 51 banken en € 1,3 biljoen aan onderliggende leningen. Europa is koploper. Nederlandse beleggers zoals PGGM zijn al jaren actief.

Voor pensioenfondsen kunnen SRT's passen binnen het risicobudget als alternatief met variabele spreads. Verzekeraars, met name onder (partieel) interne modellen, kunnen – afhankelijk van modelgoedkeuring en tranchekeuze – hun kapitaallast ermee verlagen.