

De rol van rating-agencies in de crisis

Auteur
Mark Schilstra¹

Rating-agencies spelen een cruciale rol in de huidige financiële markten. Door het uitgeven van opinies over kredietwaardigheid helpen zij de informatie asymmetrie te overbruggen tussen partijen die schuldinstrumenten uitgeven en de partijen die daarin investeren. Daarnaast worden deze ratings in zowel Basel II als Solvency II gebruikt als input-variabele bij het bepalen van het solvabiliteitsbeslag. ‘Foute’ credit ratings en het falen van de agencies worden echter ook steeds meer gezien als een van de mogelijke oorzaken van de huidige financiële crisis. Volgens de critici heeft het te optimistisch beoordelen van leningen en gestructureerde producten geleid tot overleverage en drastische aanpassingen in ratings en zo bijgedragen aan pro-cycliciteit. Doel van dit artikel is in te gaan op de werkwijze en rol van de rating-agencies gedurende de crisis. Ik zal hierbij ingaan op de vraag of de rating-agencies verantwoordelijk zijn voor de crisis, op het gebruik van externe ratings in solvabiliteitstoezicht en op eventuele alternatieven voor externe credit ratings.

Downgrade Amerika als veroorzaker van bloedbad beurzen

Rating-agencies en hun werkzaamheden:

Het afgeven van ratings is feitelijk niets meer dan een rapportcijfer voor de kredietwaardigheid van overheden en bedrijven die obligaties uitgeven. Beleggers kopen schuldbewijzen en krijgen hiervoor een periodieke rentevergoeding, waarna de lening in principe aan het eind van de looptijd wordt terugbetaald. Rating-agencies beoordelen de mate waarin een overheid of bedrijf in staat is de rente te betalen en uiteindelijk de lening af te lossen. De drie grote rating-agencies, Standard & Poor’s, Fitch en Moody’s, hanteren hierbij soortgelijke rating systemen gebaseerd op letters van A tot en met D. Hierbij is AAA de hoogst haalbare rating, terwijl D de laagst haalbare rating is voor bedrijven die reeds in default zijn.² Over het algemeen geldt dat voor obligaties een verlaging van de rating, ook wel downgrade genoemd, de koers onder druk zet.

Beleggers willen voor een hoger risico (de kans op faillissement) gecompenseerd worden door een hoger rendement op hun obligatie. Deze hogere rente resulteert in lagere obligatiekoersen. Voor aandelen van het gedowngrade bedrijf betekent de verlaging van de kredietwaardigheid dat het bedrijf alleen tegen een hogere rente geld kan lenen, wat de bedrijfsresultaten aantast en tot lagere koersen leidt. Bij ratings op overheden betekent een verlaging van de rating normaal gesproken dat de economie van het land minder goed gaat draaien.³ Ook hierdoor zullen bedrijfswinsten onder druk komen te staan. Rating-agencies spelen dus een cruciale rol in de huidige financiële markten en de gevolgen van aanpassingen in hun ratings hebben daarom vaak verstrekkende gevolgen. De historische downgrade door Standard & Poor’s van de Amerikaanse overheid is bijvoorbeeld medeveroorzaker geweest van een bloedbad op de beurzen, maar heeft tevens de grote invloed van credit rating bureaus aangetoond. Rating-agencies hebben klaarblijkelijk niet alleen grote invloed op obligatiebezitters, maar ook op aandelenbeleggers. De vraag is echter of zij door het afgeven van ratings medeverantwoordelijk zijn voor de crisis die zich de afgelopen periode geopenbaard heeft.

Rating-agencies en het ontstaan van de crisis:

Als directe aanleiding van de financiële crisis wordt door velen het uiteenspatten van de woningmarkt zeepbel in de VS gezien. Toen duidelijk werd dat te veel slechte hypotheekleningen waren verstrekt, waren de gevolgen voor de financiële sector, en later ook de reële economie, verstrekkend. Niet alleen door de verspreiding van de risico’s van deze leningen door het financiële systeem, maar ook door de ondoorzichtigheid wie deze risico’s precies droeg. De dieper liggende oorzaken van de crisis liggen echter op het macro-economische terrein (handels- en monetair beleid, globalisering en liberalisering van financiële markten). Met behulp van technische en wetenschappelijke innovatie hebben financiële instellingen zich in toenemende mate toegelegd op het verstrekken van kredieten. Vervolgens is men gestart met het verhandelen van de kredietrisico’s van deze leningen op de kapitaalmarkt. Consumenten en bedrijven gingen steeds meer geld lenen en staken zich daarmee steeds dieper in de schulden (Cie. De Wit (2010)).



Duidelijk is dat binnen de financiële markten de rating-agencies het afgelopen decennium een steeds grotere rol zijn gaan spelen. Waar de activiteiten van deze instituten zich in het verleden vooral richtten op het raten van uitgegeven schuldpapier, heeft het afgelopen decennium een verschuiving plaatsgevonden richting het raten van gestructureerde producten en advisering hieromtrent. Dit heeft gezorgd voor een enorme toename in de winst van deze instituten en een steeds grotere afhankelijkheid van de markt van slechts een zeer beperkt aantal partijen. Collectieve afhankelijkheid van de rating-agencies heeft naar mijn mening geleid tot verminderd intern kredietrisicomanagement en kuddegedrag (waaronder het blindelings vertrouwen op de instituten) en hiermee sterk bijgedragen aan pro-cycliciteit gedurende de crisis.

Het meest duidelijk uit dit zich in de volgende aspecten:

- Mechanische afhankelijkheid van ratings: Voor een groot aantal investeerders bestaan minimumvereisten wat betreft de rating van hun investering. Een downgrade door de rating-agencies onder deze drempel zal een collectieve verkoop en verhoging van de volatiliteit veroorzaken, resulterend in een neerwaartse spiraal. Daarbij komt dat de rating-agencies de perceptie van de kredietwaardigheid hebben aangetast door met name op Collateralized Debt Obligations (CDO) en Mortgage-Backed Securities (MBS) te hoge ratings af te geven. Dit werd mede gevoed door de opgedreven vraag naar AAA rated producten als gevolg van wet- en regelgeving.

- Te langzame aanpassing van ratings: Met name in de recente Euro schulden crisis worden rating-agencies bekritiseerd vanwege het feit dat aanpassingen in ratings (van met name overheden) te langzaam zijn doorgevoerd terwijl de signalen op het gebied van de overheidsfinanciering hiervoor duidelijk waren. De verlagingen die wel plaatsvonden waren hierdoor groot en met significante impact wat sterk bijdroeg aan de instabiliteit van de economie. In het algemeen wordt betwijfeld of rating-agencies geschikte methodes en modellen hebben om overheden te kunnen beoordelen.

Collectieve afhankelijkheid van rating-agencies heeft geleid tot kuddegedrag

- Ratings van gestructureerde producten: voorafgaand aan de kredietcrisis zijn CDO en MBS de grootste kopende partij van subprime leningen⁴ geweest. Eén van de belangrijkste stappen in het structureren en verkopen van een subprime MBS of CDO is de afgifte van een credit rating voor iedere tranche zoals uitgegeven. Bij afgifte van deze credit ratings volgden de rating-agencies over het algemeen een vergelijkbare methodologie voor het bepalen van de ratings. Deze was gebaseerd op het simuleren van toekomstige reeksen op basis van zeer

bepaalde en door de uitgevende instantie aangeleverde historische data. Ook wordt wel aangegeven dat de rating-agencies door hun beperkte remuneratiebeleid niet voldoende en kundig personeel konden aantrekken dat de gecompliceerde gestructureerde producten volledig begreep (Katz e.a., 2009). Daarnaast hebben de rating-agencies de kredietwaardigheid van partijen onderschat. Bovenstaande resulteerde geregeld in situaties waarbij 90% van de asset pool kon worden verkocht tegen een rating hoger dan de rating van de securities in de pool. Het kunnen doorverkopen van de leningen op de balansen van banken heeft tot een enorme overleverage geleid.

- Fair value accounting: Als extra versterking op bovenstaande aspecten wil ik ook nog de IFRS regelgeving noemen, welke voor het handelsboek en beleggingen beschikbaar voor verkoop waardering op basis van marktwaarde vereist. In illiquide en niet-transparante markten vinden grote afwaarderingen plaats, welke tevens pro-cyclisch werken.

Ik ben daarom van mening dat de rating-agencies inderdaad een grote bijdrage hebben geleverd aan de pro-cycliciteit van de economie. Dit heeft tot speculatieve bubbles geleid en de economische crisis verergerd.

Externe ratings in solvabiliteitstoezicht; conflicterende belangen en beperkte aansprakelijkheid

Door het incorporeren van credit ratings in de regelgeving voor solvabiliteitsvereisten, hebben regelgevers feitelijk een deel van hun werkzaamheden uitbesteed aan de rating-agencies. Als gevolg hiervan spelen de rating-agencies een kritieke rol in de kapitaalmarkten en is het verkrijgen van een credit rating een vereiste geworden bij het uitgeven van schuldinstrumenten in zo goed als ieder land. Bovenstaande lijkt in schril contrast te staan met de onwil van de rating-agencies deze verantwoordelijkheid op zich te nemen en de beperkte aansprakelijkheid die wordt aangegaan. Rating-agencies

Aanpassen verdienmodel rating-agencies nodig

hebben met name bij het prijzen van gestructureerde producten fouten gemaakt door zich in hun modellen te baseren op (korte) historische datasets, wat onder andere heeft geleid tot een lage inschatting van het kredietrisico van de partijen. Bij gestructureerde producten speelde verder een rol, dat de rating methodologie geen rekening houdt met de mate van recovery wanneer eenmaal een faillissement optreedt. Dit is echter voor de belegger van fundamenteel belang bij het beoordelen van

zijn totaalresultaat. Daarnaast heeft de drang naar winst tot gevolg gehad dat een rating werd afgegeven op producten die niet volledig begrepen werden. Verder is de rating agency industrie er één met een hoge toetredingsdrempel en slechts een beperkt aantal spelers die via een oligopolistische marktform de markt verdelen. Gecombineerd met een verdienmodel dat gebaseerd is op het feit dat de schulduitgevende instantie de rating agency betaalt, is bovenstaande een voedingsbodem voor conflicterende belangen. Ook werden zowel adviezen gegeven over het verhogen van de rating van de onderneming, terwijl ook het daadwerkelijk afgeven van een rating werd gedaan. Dit leidt tot ongewenste belangenverstrengeling. Om bovenstaande redenen is daarom intussen een groot aantal rapporten verschenen die de rol van de rating-agencies tijdens de crisis beschrijven en aanbevelingen geven ter verbetering. Deze aanbevelingen zijn inmiddels vertaald in maatregelen van toezichthouders. Hoewel er geen consensus is ten aanzien van een standaard set maatregelen, richten de verbeteringen zich met name op de volgende zaken:⁵

- Beheersen van de tegenstrijdige belangen door veranderingen in de governance structuur.
- Verbeteren van de kwaliteit van de ratings voor met name gestructureerde producten of het beperken van de verplichting van een afgifte van een rating bij financiële producten. Deze laatste kan bijvoorbeeld vervangen worden door een due diligence van de kopende partij.
- Verhogen van transparantie over de wijze waarop de rating tot stand is gekomen en verplichting tot disclosure.
- Introduceren van licenties en direct toezicht op lokaal en globaal niveau om zelfregulering te vervangen.
- Vergroten van de concurrentie in de rating-agencies industrie door verlagen van toelatingsdrempels.
- Herziening van het verdienmodel dat gebaseerd is op het principe dat de schulduitgevende instantie betaalt.
- Scheiden van advieswerkzaamheden om ratings te verhogen van het afgeven van ratings zelf om belangenverstrengeling te voorkomen.

Bovenstaande verbeteringen zullen op de lange termijn leiden tot een kleinere afhankelijkheid van individuele rating-agencies. Ook zal de kwaliteit van het geleverde product en de transparantie hierdoor stijgen. Het zal echter tijd kosten deze maatregelen te verwerken in nationale regelgeving en volledig te implementeren.

Als voorbeeld van bovenstaande verbeteringen acht ook de Duitse bondskanselier Angela Merkel de tijd rijp voor een Europese rating-agency. Uit onvrede over de missers en de enorme invloed van de drie Amerikaanse rating-agencies, in men in Duitsland bezig een Europees rating-agency op te starten op basis van een nieuw operationeel model waarbij inherente zwaktes en tegenstrijdige belangen van de huidige structuur worden aangepakt. Zij vinden

de dominante positie van Standard & Poor's, Fitch en Moody's te groot en zijn van mening dat zij door hun verkeerde inschattingen medeverantwoordelijk zijn voor de internet bubble en de financiële crisis in 2008. Hierbij gaat het niet om een overheidsproject, maar om een initiatief uit het bedrijfsleven. Het zoekt hierbij steun bij alle Europese regeringen en hun autoriteiten die de financiële markten bewaken. Dit nieuwe Europese rating-agency zou gefinancierd worden door investeerders via een open platform en in zes tot twaalf maanden gestart kunnen worden en binnen drie jaar operationeel kunnen zijn. Amsterdam wordt genoemd als mogelijke locatie. Door deze opzet wordt een deel van de bij de drie grootste rating-agencies aanwezige belangenverstrengeling opgelost en een neutraler platform geboden.

Maatregelen om afhankelijkheid van externe ratings in het solvabiliteitstoezicht te verminderen

Zoals uit bovenstaande blijkt, lijkt het op korte termijn volledig elimineren van de externe ratings uit de toezichtkaders voor kapitaalsvereisten, gezien het gebrek aan alternatieven, geen realistische optie. Daarnaast zal ook het aanpassen van het verdienmodel om conflicterende belangen te elimineren enige tijd kosten. Toch kunnen de volgende oplossingsrichtingen worden overwogen om op korte termijn de afhankelijkheid van externe credit ratings te verminderen:

- Het gebruik van marktdata uit (bedrijfs) obligaties en CDS spreads in het toezichtkader voor kapitaalvereisten. Nadeel hiervan is dat dit een verdere pro-cyclische werking tot gevolg kan hebben. Prijsbewegingen leiden direct tot hogere kapitaalsvereisten, welke de volatiliteit in de markt doen toenemen.
- De verplichting tot interne modellen ten behoeve van het kapitaalsbeslag voor kredietrisico. Nadelen hiervan betreffen de beperkte objectiviteit en prudentie en het wegvallen van een level playing field. Bovendien zullen die ook weer getoetst moeten worden door de toezichthouder.
- Het minder afhankelijk maken van de rating van een individuele rating agency door ten minste twee onafhankelijke ratings te eisen en een code te ontwikkelen. Daarnaast kan een maatregel ingevoerd worden om de rating agency te laten betalen aan de Staat in geval van achteraf onjuist gebleken afgifte van een rating. Hoewel dit een zuiverder beeld geeft nemen de kosten hierdoor toe. Een andere optie is om de rating te vervangen door een due diligence door de kopende partij. Ook dit zal echter tot hogere kosten leiden.
- Voor securitisatie exposures kan worden geëist het kapitaalsbeslag te baseren op een analyse van het kredietrisico van de onderliggende pool. Dit kan gedaan worden door gebruik van de op "supervisory formula" gebaseerde aanpak voor nieuwe securitisaties door instituten die via interne modellen mogen rekenen.

- Vereis van instituten die de gestandaardiseerde benadering hanteren dat zij in een analyse aangeven of de daadwerkelijke exposure groter is dan die binnen de gestandaardiseerde benadering. Indien dit het geval is, dient dit te worden weerspiegeld in het Internal Capital Adequacy Process (ICAAP). Tevens kunnen directe-toezichtsinstanties jaarlijks de modellen van rating-agencies voorzien van een bepaalde goedkeuring, waardoor er één standaard gaat ontstaan.

Conclusies

Concluderend kan gesteld worden dat de rating-agencies een grote bijdrage hebben geleverd aan de pro-cycliciteit van de economie. In de vakliteratuur zijn intussen diverse voorstellen gedaan die op de lange termijn leiden tot een kleinere afhankelijkheid van individuele rating-agencies. Ook zal de kwaliteit van het geleverde product en de transparantie hierdoor stijgen. Op korte termijn kan gesteld worden dat er diverse mogelijkheden zijn om de afhankelijkheden van credit rating-agencies te beperken. Deze voorstellen zijn echter voornamelijk op interne modellen of marktdata gebaseerd en lossen hiermee slechts een gering deel van de pro-cycliciteit op. Het lijkt dus raadzaam om na te denken over verdere alternatieven. Het in Duitsland gestarte initiatief lijkt hierbij een stap in de goede richting. ■

Literatuurlijst

- Commissie De Wit (2010), *Verloren Krediet*, Rapport Tijdelijke Commissie Onderzoek Financieel Stelsel
- Bessis, J., *Risk management in Banking*, Wiley 2009
- *Public Consultation on Credit Rating Agencies*, European Commission November 2010
- *Note: Credit Rating Agencies*; Harvard Business School, 9-209-056, Mar 2009
- Katz, J; Salinas, E; Stephanou, C, *Credit Rating Agencies, Crisis response, Public policy for the private sector, no easy regulatory solutions*, 2009
- John P. Hunt. "Credit Rating Agencies and the 'Worldwide Credit Crisis': The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement", *Columbia Business Law Review* 2009.1 (2009): 109-209

Noten

- 1 Drs. Schilstra MSc. RBA is als director Client Management bij KAS BANK verantwoordelijk voor klantencontacten in de drie business lines Institutional Investors, Clearing & Banking en Fund & Insurers.
- 2 Een gangbare grens is een kredietbeoordeling van BBB, gebaseerd op Standard & Poor's kredietkwalificaties, of BAA gebaseerd op Moody's kredietkwalificaties. Obligaties met ratings op of boven deze niveaus worden beschouwd als relatief veilige beleggingen (investment grade), onder deze niveaus als meer riskant (below investment grade of high yield). Bedrijven in de C categorie zijn in de buurt van faillissement beland.
- 3 Een lagere rating leidt normaal gesproken tot hogere rentelasten. Om dit te kunnen financieren worden de belastingen verhoogd en /of leidt dit tot minder overheidsinvesteringen.
- 4 Subprime leningen zijn als obligaties verpakte gebundelde hypotheeklen uit het laagste segment.
- 5 *Public Consultation on Credit Rating Agencies*, European Commission November 2010.