

## Financiële stabiliteit:

# Kredietbeoordelaars: vliegwielen in het financiële systeem

*Kredietbeoordelaars zoals Fitch, Moody's en Standard & Poor's, beoordelen de kredietkwaliteit van complexe kredietproducten. Hun oordeel heeft een prominente rol gespeeld bij de onrust op de kredietmarkten. Een belangrijke tekortkoming is dat niet duidelijk aan beleggers is gecommuniceerd dat hun oordeel alleen betrekking heeft op kredietrisico's en weinig zegt over gevaren in de externe omgeving, zoals opdrogende marktliquiditeit. Ook blijkt dat kredietproducten meer kredietrisico kennen dan aanvankelijk is verondersteld. Daarnaast betalen de verstrekkers van kredietproducten de kredietbeoordelaars voor de rating, maar ook voor advies over de ontwikkeling van kredietproducten, waardoor er potentieel belangenverstrengeling is. Het verbeteren van de communicatie over de betekenis van ratings, het voorkomen van belangenverstrengeling, en het geven van meer inzicht in de methodologie en de stabiliteit van ratings aan beleggers vormen dan ook cruciale aandachtspunten. Een belangrijke les voor beleggers is dat zij niet blind moeten varen op het oordeel van kredietbeoordelaars en zich bewust moeten zijn van de risico's waarover deze al dan niet een uitspraak doen.*

### Inleiding

Sinds de zomer van 2007 is veel turbulentie in het financiële stelsel ontstaan als gevolg van de hypotheekcrisis in de vs. Banken hadden half maart 2008 wereldwijd voor ruim USD 200 miljard aan afschrijvingen gedaan en dit proces lijkt nog niet ten einde. Ook andere sectoren, zoals verzekeraars, lijden verliezen op hun beleggingen in kredietproducten. Kredietbeoordelaars hebben bij de turbulentie een belangrijke rol gespeeld, omdat zij de kredietkwaliteit van complexe kredietproducten beoordelen. Ook bleken aanpassingen van hun oordeel allerlei kettingreacties in het financiële systeem te veroorzaken. Dit hoofdstuk beschrijft het belang van ratings voor de kredietmarkten en financiële ondernemingen, gaat in op de toenemende systeemdimensie en geeft een aantal suggesties voor verbeteringen.

### Het beoordelen van kredietproducten

Kredietbeoordelaars toetsten van oudsher de kredietwaardigheid van bedrijven, financiële ondernemingen en overheden. De rating, ofwel het oordeel over kredietrisico, wordt uitgedrukt op een schaal van letter- en cijfercombinaties.<sup>1</sup> Hoe hoger de rating, hoe groter de

kans dat schulduitgevers hun rente- en aflossingsverplichtingen tijdig nakomen. De hoogste rating voor een bedrijfsobligatie van Standard & Poor's is bijvoorbeeld AAA, de laagste C; bij Moody's is dit Aaa en C. Ratings hebben een belangrijke rol in de kapitaalmarkten omdat beleggers daarmee de kredietrisico's van verschillende schuldtitels kunnen beoordelen en onderling vergelijken.

In de afgelopen tien jaar is een enorme nieuwe markt ontstaan voor de kredietbeoordelaars: complexe kredietproducten waarin financiële activa zoals hypotheekleningen, creditcardschulden of andere leningen zijn verpakt. Het beoordelen van deze producten vraagt veel kennis en is tijdrovend vanwege de verscheidenheid aan individuele leningen die moeten worden beoordeeld. Dit maakt het voor individuele beleggers moeilijk om zelf een gedegen risico-analyse te doen. Zij leunen daarom vooral op het oordeel van de kredietbeoordelaars. Deze worden daarbij betaald door de uitgevers van kredietproducten. In 2007 bedroeg de omvang van de markt voor kredietproducten in Europa naar schatting EUR 1.300 miljard; ter vergelijking, de omvang van de Europese bedrijfsobligatiemarkt (exclusief financiële sector) was circa EUR 1100 miljard anno juni 2007.<sup>2</sup> Moody's haalde in 2006 bijvoorbeeld 44 procent van haar inkomsten uit het beoordelen van kredietproducten. Ook bij deze producten geldt dat de rating alleen betrekking heeft op het kredietrisico. Over andere gevaren, zoals de kans dat een kredietproduct in waarde daalt (marktrisico) of moeilijk verhandelbaar wordt (liquiditeitsrisico), zegt een rating nagenoeg niets.

Kenmerkend voor kredietproducten is dat ze worden opgedeeld in tranches met verschillende risicoprofielen en dus verschillende ratings. De tranche met de hoogste kredietkwaliteit heet de *senior tranche* en heeft doorgaans een *triple A-rating*. Bij eventuele kredietverliezen, bijvoorbeeld op onderliggende hypotheekleningen, vallen de tranches met een lagere rating de eerste klappen op. Zij fungeren dus als een buffer voor de daarboven gelegen tranches met een hogere kredietkwaliteit. De senior tranches zijn aantrekkelijk voor institutionele beleggers, omdat het verwachte rendement daarop doorgaans hoger is dan dat van bedrijfsobligaties met een vergelijkbare rating. Inmiddels is duidelijk dat deze tranches riskanter zijn dan bedrijfsobligaties met eenzelfde rating. Beleggers hebben zich in hun risicobeoordeling eenzijdig laten leiden door de vergelijkbare hoge ratings.

In veel kredietproducten zijn hypotheekleningen verpakt,

waaronder zogeheten Amerikaanse subprimehypotheken (hypotheken aan minder kredietwaardige huishoudens), waarop aanzienlijke verliezen zijn geleden. Tussen 2000 en 2006 verzesvoudigde de omvang van zogenoemde subprime *residential mortgage backed securities*, kredietproducten die voor 50 procent of meer bestaan uit subprimehypotheken.<sup>3</sup> Vervolgens zijn deze producten op hun beurt weer verpakt in andere, nog complexere kredietproducten, zogeheten *collateralised debt obligations*. Deze producten werden opgekocht door bepaalde beleggingsvehikels die vervolgens weer eigen schuld papier uitgaven waarin belegd kon worden. Deze stapeling van kredietproducten langs meerdere schakels heeft het zicht op de omvang en risico's van subprimehypotheken sterk vertroebeld.

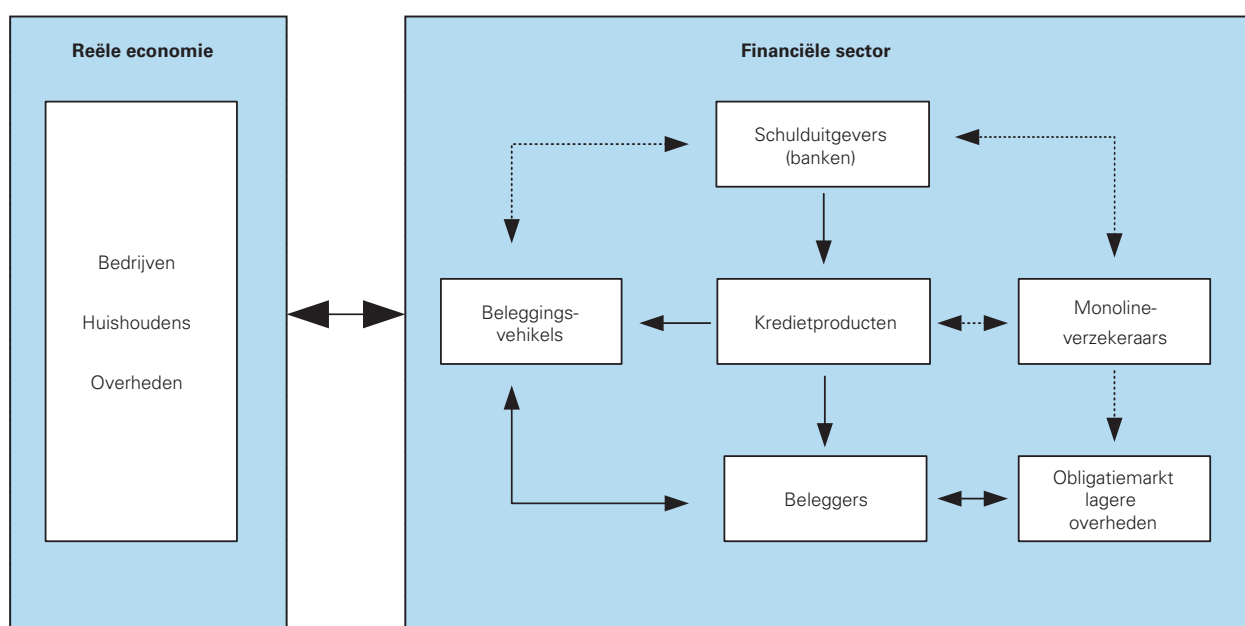
Kredietbeoordelaars zijn nauw betrokken bij het proces van opdelen, verpakken en doorverkopen van leningen. Zij beoordelen de kredietkwaliteit in de verschillende stadia van het proces. Ook geven zij verkapt advies aan de verstrekkers van kredietproducten door te laten zien wat voor een effect een verandering van de eigenschappen van een product heeft op de rating. Hierdoor kan belangenverstrengeling ontstaan tussen de adviesdiensten en de kredietbeoordeling. Doordat verschillende kredietproducten soortgelijke leningen als onderpand hebben, hangen de kredietrisico's, en daarmee de ratings van deze producten, sterk met elkaar samen. Dit betekent dat veranderingen in het risico van

de onderliggende leningen gevolgen kunnen hebben voor de rating van tal van kredietproducten. Daarbij geldt dat naarmate producten meer op elkaar worden gestapeld, het steeds lastiger wordt om de kredietrisico's goed te begrijpen.

### De invloed van ratingaanpassingen

Doordat kredietproducten in de afgelopen jaren een hoge vlucht hebben genomen en veel partijen gebruik maken van ratings, is de invloed van de kredietbeoordelaars op het financiële systeem enorm toegenomen. Daarbij kunnen verschillende kanalen worden onderscheiden (figuur 1). Ten eerste zijn er de beleggers in kredietproducten zoals pensioenfondsen, verzekeraars en banken. Zij hebben doorgaans een mandaat dat een minimale rating voorschrijft waaraan een belegging moet voldoen, bijvoorbeeld een *investment grade rating* (BBB of hoger). Als een rating wordt verlaagd, kunnen beleggers de betreffende producten gaan mijden. In het uiterste geval kunnen zij zelfs gedwongen worden om hun beleggingen te verkopen, omdat de ratings niet meer voldoen aan het beleggingsmandaat. Een dergelijk proces zet de prijzen onder druk en kan zelfs leiden tot het opdrogen van de markt omdat de vraag wegvalt. Dit heeft zich sinds afgelopen zomer voorgedaan, toen kredietbeoordelaars begonnen met het verlagen van de

Figuur 1 De verwevenheid van kredietproducten in het financiële systeem



rating van kredietproducten waarin subprimehypothe- ken verpakt zijn (grafiek 1).

De aanpassingen waren bovendien fors, bij sommige kredietproducten werd de rating meerdere malen aan- gepast. Omdat beleggers hierdoor verrast werden, ont- stond twijfel over de werkelijke risico's van kredietpro- ducten in brede zin. Het gevolg was een koperstaking – die overigens nog steeds voortduurt – en het opdro- gen van grote delen van de markt voor kredietproduc- ten. Daarbij werd ook het waarden van deze produc- ten tegen marktprijzen moeilijk omdat er de facto geen markt was. Hierdoor ontstond veel onzekerheid over de waarde van beleggingen in kredietproducten. Diverse banken en verzekeraars hebben in de afgelopen maan- den afwaarderingen gedaan op deze beleggingen.

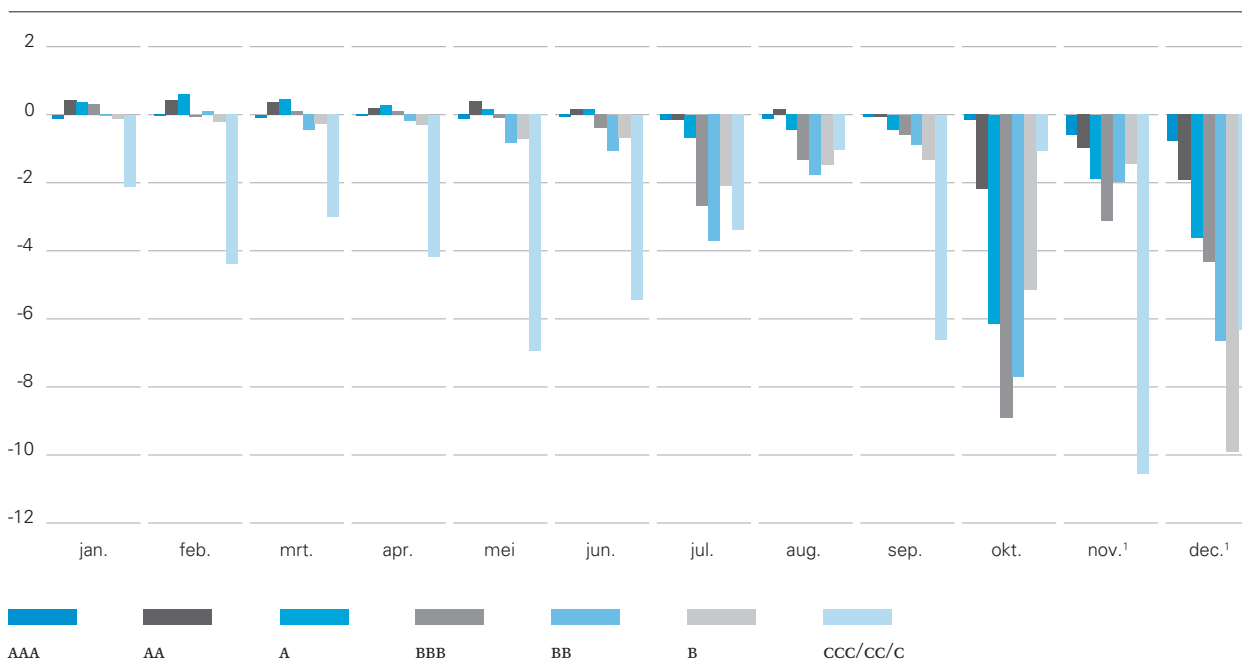
Ten tweede worden de banken getroffen in hun rol als uitgevers van kredietproducten. Zo kunnen geplande securitisaties – het doorverkopen van bank- leningen – vanwege gebrek aan belangstelling geen doorgang meer vinden. Banken blijven hierdoor met leningen opgezadeld die zij gepland hadden door te verkopen. Ook ontstond eind vorig jaar druk op ban- ken om gesecuritiseerde leningen weer terug te nemen

op hun balans. Deels hing dat samen met het beperken van reputatieschade, deels met financieringsproblemen van ingewikkelde beleggingsvehikels waaraan banken liquiditeitsgaranties hadden afgegeven.<sup>4</sup>

Een derde kanaal waarlangs ratings van krediet- producten invloed hebben is via zogeheten mono- line-verzekeraars. Zij richten zich traditioneel op het verzekeren van de kasstromen van obligaties die zijn uitgegeven door overheidsinstanties, zoals gemeentes en scholen in vooral de vs. Zij staan garant voor de rentebetalingen en aflossingen, waardoor de obligaties een hogere rating krijgen. In de afgelopen jaren heb- ben deze verzekeraars ook op vrij grote schaal garanties verkocht ten aanzien van de kasstromen van complexe kredietproducten waardoor ook deze een hogere rating konden krijgen. De verzekerde waarde hiervan bedraagt naar schatting USD 800 miljard.<sup>5</sup> Omdat de monoline- verzekeraars zelf tot voor kort veelal de hoogst haalbare rating hadden, had de markt veel vertrouwen in hun soliditeit. Maar door de verslechtering van de krediet- kwaliteit van subprimehypothe- ken is twijfel ontstaan of zij wel voldoende kapitaal hebben om aan hun verze- keringsverplichtingen te voldoen. Kredietbeoordelaars hebben daarom in januari en februari de rating van een

### Grafiek 1 Ratingaanpassingen van kredietproducten

Verskil tussen aantal op- en afwaarderingen in procenten van het totale aantal ratings in 2007



Bron: ECB, Standard & Poor's.

<sup>1</sup> De gegevens voor november en december zijn gebaseerd op schattingen.

aantal monoline-verzekeraars naar beneden bijgesteld. Hierdoor dreigen kredietproducten waarvoor garanties zijn afgegeven een lagere rating te krijgen. Ook is het voor overheidsinstanties in de vs moeilijker geworden om financiering aan te trekken en nemen de leenkosten sterk toe. Daarnaast fungeren de monoline-verzekeraars voor de banken als directe tegenpartij bij het verzekeren van kredietrisico's van bedrijven. Als de rating van de monoline-verzekeraar verslechtert, neemt voor een bank het risico op verzekerde leningen aan bedrijven waaraan zij kredieten hebben verstrekt toe. Een aantal vooral Amerikaanse zakenbanken heeft om deze reden extra voorzieningen getroffen. Mede op initiatief van één van de Amerikaanse verzekeringstoezichthouders, heeft een aantal grootbanken in februari extra kapitaal verschaft aan de monoline-verzekeraars waarin zij een aandeel hebben of waarop zij als tegenpartij risico lopen. Of daarmee verdere, neerwaartse ratingaanpassingen van de monoline-verzekeraars kunnen worden voorkomen is onzeker.

Al met al fungeren ratingaanpassingen door kredietbeoordelaars als een soort van vliegwiel waarlangs economische schokken over het financiële systeem kunnen worden verspreid. Ratingaanpassingen van kredietproducten hebben dan ook een belangrijke rol gespeeld bij de marktturbulentie in de afgelopen maanden. Dit raakt in het bijzonder de banken omdat hun kapitaalpositie langs verschillende kanalen wordt aangetast. Hierdoor ontstaat de mogelijkheid dat ook hun eigen rating naar beneden wordt bijgesteld. Bij een klein aantal banken is dat in januari ook daadwerkelijk gebeurd. Het gevolg hiervan is dat banken bij het aantrekken van financiering een extra risico-opslag zullen moeten betalen ter compensatie van het toegenomen kredietrisico. Dit zet hun winsten verder onder druk. De tegenvallers van banken kunnen ook gevolgen hebben voor de reële economie, bijvoorbeeld doordat minder gemakkelijk krediet wordt verleend aan bedrijven en huishoudens (zie het hoofdstuk Economische ontwikkelingen in dit Kwartaalbericht).

### Kredietbeoordelaars onder vuur

Hoewel de kredietbeoordelaars de huidige marktturbulentie niet direct hebben veroorzaakt – het onderliggende probleem zijn te gemakkelijk verstrekte hypotheekleningen aan minder kredietwaardige huishoudens en onzekerheid over de spreiding en waarde van kredietproducten waarin deze hypotheekleningen verpakt zijn – hebben zij veel kritiek gekregen. Een belangrijke tekortkoming is

dat niet duidelijk aan beleggers is gecommuniceerd dat hun oordeel alleen betrekking heeft op kredietrisico's en weinig zegt over de verliezen die kunnen optreden door verslechtingen in de externe omgeving, zoals opdrogende marktliquiditeit en ernstige marktverstoringen. Een ander belangrijk punt van kritiek is de eerder genoemde potentiële belangenverstremming. Het is niet duidelijk hoe scherp de scheidslijn is tussen de 'adviesdiensten' en de kredietbeoordeling. Verder krijgen de kredietbeoordelaars kritiek op hun methodologie, vooral ten aanzien van de gehanteerde modelveronderstellingen en het onverwacht aanpassen hiervan. Ook wordt gewezen op het feit dat de ratingschalen geen onderscheid maken tussen traditionele producten zoals obligaties van bedrijven en complexe kredietproducten. Uit een recente studie van Standard & Poor's blijkt bijvoorbeeld dat over de afgelopen tien jaar de wanbetalingen bij zogeheten *collateralised debt obligations* met een A-rating, anderhalf keer zo hoog zijn als bij vergelijkbare bedrijfsobligaties.<sup>6</sup> Dit suggereert dat kredietproducten meer kredietrisico met zich meebrengen dan is verondersteld. Daarbij kan worden gedacht aan het onvoldoende onderkennen van de beperkingen van de rekenmodellen waarmee wordt gewerkt (modelrisico) en de vaak beperkte beschikbaarheid van historische gegevens.

### Tot besluit

Naar aanleiding van de kritiek zijn kredietbeoordelaars begonnen met het verbeteren van hun werkwijze. Duidelijkere communicatie over de betekenis van ratings, het voorkomen van belangenverstremming, meer differentiatie in ratings en het geven van meer inzicht aan beleggers in de methodologie en de stabiliteit van ratings (bijvoorbeeld door het publiceren van stresstesten) vormen daarbij belangrijke aandachtspunten. De uitgevers van kredietproducten en de sponsors van beleggingsvehikels dragen daarbij ook verantwoordelijkheid, bijvoorbeeld het verstrekken van betrouwbare informatie over onderliggende financiële activa waarop ratings zijn gebaseerd. Maar ook de gebruikers van ratings hebben een verantwoordelijkheid. Zij leunen immers sterk op het oordeel van de kredietbeoordelaars. Een belangrijke les voor beleggers is dat zij niet blind moeten varen op hun oordeel en zich bewust moeten zijn van het soort risico's waarover ze een uitspraak doen. Deze en andere lessen worden momenteel meegenomen in het lopende werk van bijvoorbeeld de *Committee of the Global Financial System*, bestaande

uit centrale banken uit de G-10, het *Financial Stability Forum*, en het *Bazels Comité*, waarbij DNB als centrale bank en toezichthouder nauw betrokken is. Het uitgangspunt daarbij is het stimuleren van marktgedreven oplossingen.

1 Zie voor meer informatie over kredietbeoordelaars en ratings het artikel 'De rollen omgedraaid: de rating agencies onder de loep', Kwartaalbericht juni 2003.

2 Bron: Bank for International Settlements.

3 Bron: Autorité des marchés financiers, Risk and trend mapping, nummer 4, januari 2008.

4 Zie voor nadere uitwerking van dit kanaal het hoofdstuk Financiële stabiliteit, Kwartaalbericht december 2007.

5 Barclays, Monoline Downgrades: understanding the impact, 25 januari 2008.

6 Zie 'The World of municipals and Mr Buffett', Gary Vaughan-Smit, Financial Times, 4 februari 2008.