

Credit ratingbureaus en de stabiliteit van de financiële sector

Arnoud W.A. Boot

'Hounding credit rating agencies has become the bloodsport of choice for moneymen,'
The Economist, 9 februari 2008, pagina 72.

SAMENVATTING De kredietcrisis die afgelopen zomer is ontstaan roept de vraag op of credit ratingbureaus hun werk goed doen. In dit artikel wordt ingegaan op de rol die ratingbureaus spelen. De specifieke problematiek van ratingbureaus wordt geplaatst binnen het kader van de fundamentele herinrichting van de financiële sector die gaande is. Als er iets de hedendaagse financiële sector kenmerkt dan is het de toegenomen verwevenheid van financiële instituties en financiële markten. Dit brengt bepaalde risico's met zich mee. Zo laat de kredietcrisis, ook wel sub-prime crisis genoemd, een grote verwevenheid zien in het financiële systeem, met een soort 'olievlekwerking' die tot grote instabiliteit kan leiden. Waren het in het verleden louter grotere banken die er toe deden, nu is het een netwerk van diverse partijen van hedge fondsen, banken, verzekeraars tot pensioenfondsen. En wat hen bindt is de financiële markt waarin ratingbureaus zo'n belangrijke rol spelen. Hoe moet met deze verwevenheid worden omgegaan? Ik zal verschillende oplossingsrichtingen aandragen.

Prof. Dr Arnoud W.A. Boot is hoogleraar Ondernemingsfinanciering en Financiële Markten aan de Universiteit van Amsterdam, en directeur van het interfacultaire Amsterdam Center for Law & Economics. Tevens is hij directeur van het Amsterdam Center for Corporate Finance (ACCF), en adviseur en commissaris bij verschillende bedrijven en instellingen.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK Het functioneren van de financiële sector is van groot belang voor de financiering van ondernemingen. Credit ratingbureaus spelen hierbij een steeds belangrijker rol.

1 Inleiding

Door weinigen wordt het grote belang van credit ratingbureaus ontkend. In de moderne financiële markten lijken ze een steeds belangrijker rol te spelen. Meestal is een dergelijk gepercipieerd belang goed nieuws. Welke bedrijfstak floreert immers niet als ze min of meer als onmisbaar wordt beschouwd? In het geval van credit ratingbureaus is er op zijn minst sprake van een *mixed blessing*. Ze liggen meer dan ooit onder vuur en, als gevolg van het bijna publieke belang dat aan hun activiteiten wordt toegekend, dreigt ingrijpen via regulering en extra toezicht.

Maar doen de credit rating agencies – de ratingbureaus – hun werk goed? Wie de berichtgeving de afgelopen maanden in de kranten heeft gelezen moet toch denken dat er het een en ander op valt aan te merken. Ik doel hier op de zogenaamde sub-prime hypotheek in de VS die de financiële markten al maanden in hun grip hebben.¹ Deze markt van hoogrisicohypotheek kon schijnbaar alleen bestaan, omdat verstrekte hypotheek in verpakte vorm en met hoge credit rating konden worden doorverkocht.

De ratingbureaus zijn de laatste jaren al veelvuldig negatief in het nieuws gekomen. Ze zouden in de afgelopen jaren de verschillende financiële schandalen veel te laat hebben onderkend. Zo oordeelden de ratingbureaus tot vier dagen voor de faillissementsaanvraag

dat Enron een goede kredietwaardigheid bezat (U.S. Senate Hearing, 2002). Ook bij het debacle van Worldcom werden de ratingbureaus verweten dat zij beleggers te laat voor de slechte kredietpositie van het bedrijf hadden gewaarschuwd door de credit rating te hoog te houden. Met de recente crisis over sub-prime hypotheek staat opnieuw de vraag centraal of de ratingbureaus niet veel te laat waren met het verlagen van de credit ratings en of überhaupt de ratings niet te hoog waren. Deze laatste suggestie komt voort uit de zorg of ratingbureaus wel voldoende onafhankelijk zijn. De suggestie in de markt is dat commerciële belangen van de credit ratingbureaus hun onafhankelijkheid hebben aangetast en daarmee de juistheid van de ratings.

Ratingbureaus spelen een duale rol. Hun traditionele rol is dat zij obligaties van bedrijven van een rating voorzien. Ondernemingen zien dit als belangrijk en kiezen er bijna altijd voor om niet zonder rating de financiële markt te betreden. De nieuwe rol van ratingbureaus is dat zij ratings verschaffen aan bepaalde 'gestructureerde' producten, zoals waardepapieren die gebaseerd zijn op onderliggende verpakte sub-prime hypotheek. Achtereenvolgens zal ik beide rollen bespreken en ingaan op mogelijke conflicten tussen beide rollen. Ook zal ik ingaan op de structuur van de rating 'bedrijfstak'. Deze is buitengewoon geconcentreerd. Moody's en Standard & Poor's (met Fitch op de achtergrond) hebben bijna een alleenrecht. Dit maakt de ratingbureaus niet populairder.

Hoewel ik zal bevestigen dat er wel degelijk iets is aan te merken op ratingbureaus en de positie die ze hebben verkregen is het toch wenselijk eerst meer te begrijpen over de rol die ratings en ratingbureaus spelen. In paragraaf 2 ga ik daarom allereerst in op de rol van ratingbureaus bij het verschaffen van ratings voor bedrijfsobligaties. Deze 'traditionele' rol van ratingbureaus is niet onomstreden. Een aantal problemen dat hiermee samenhangt, wordt besproken in paragraaf 3. In deze paragraaf ga ik ook in op de hoge marktconcentratie in de 'rating-bedrijfstak'. In paragraaf 4 staat de 'nieuwe' rol van ratingbureaus centraal, namelijk die voor het verschaffen van ratings aan gestructureerde producten. Ook wordt hier ingegaan op de daaraan verbonden problemen. In paragraaf 5 wordt de specifieke problematiek van ratingbureaus en de proliferatie van gestructureerde producten geplaatst binnen het kader van de fundamentele herinrichting van de financiële sector die gaande is. Als er iets de hedendaagse financiële sector kenmerkt dan is het de toegenomen verwevenheid van financiële instituties en financiële markten. Dit brengt bepaalde risico's met zich mee. Zo laat de sub-prime crisis een grote verwevenheid zien in het finan-

ciële systeem, met een soort 'olievlekwerking' die tot grote instabiliteit kan leiden. Waren het in het verleden louter grotere banken die ertoe deden, nu is het een netwerk van diverse partijen van hedge fondsen, banken, verzekeraars tot pensioenfondsen. En wat hen bindt is de financiële markt waarin ratingbureaus zo'n belangrijke rol spelen. Hoe moet met deze verwevenheid worden omgegaan? Ik zal verschillende oplossingsrichtingen aandragen. Paragraaf 6 besluit.

2 Ratingbureaus en bedrijfsobligaties

Wat is het belang van ratings voor bedrijfsobligaties? Obligatieleningen hebben veelal een rating, vaak zelfs twee. De credit rating wordt door ondernemingen en de financiële markten van groot belang geacht voor de financieringskosten. Uit een recente survey van Graham en Harvey (2001) onder CFO's kwam naar voren dat 57,1 procent van de CFO's de credit rating van doorslaggevend belang vindt voor de bepaling van de financieringsstructuur van de onderneming. Hiermee was de credit rating een van de belangrijkste factoren. Het belang van ratings lijkt vanuit de praktijk bezien onomstreden. Toch is de academische wereld uitermate sceptisch over het belang van ratings. Vooral de financieel-economische wetenschappelijke literatuur trekt het belang van de ratings in twijfel. Bevatten ze wel nieuwe informatie, of bevestigen ze louter wat de markt toch al wist?²

Ratings zijn echter zeker van belang al is het alleen maar omdat de ratings worden gebruikt door verschillende partijen in de financiële markten en ook zijn geïntegreerd in wet- en regelgeving. Een soort *self-fulfilling prophecy* lijkt aan het werk: als iedereen ze serieus neemt dan zijn ze vanzelf van belang. Zo mogen institutionele beleggers vaak niet beleggen in obligaties met een (te) lage credit rating. De Europese Centrale Bank gebruikt ratings voor het bepalen van geschikt onderpand voor monetaire transacties. Daarnaast verplicht Basel-II banken een bepaalde hoeveelheid eigen vermogen aan te houden voor elke lening die wordt verstrekt, en deze hoeveelheid kan mede afhankelijk worden gemaakt van de credit rating. Ook de Amerikaanse toezichthouder op de financiële markten, de Securities and Exchange Commission (SEC), heeft credit ratings in haar beleid geïntegreerd. Zo worden bepaalde beleggingen van beleggingsfondsen en spaarbanken in non-investment grade obligaties (en soms voor obligaties met een rating net boven investment grade) aan banden gelegd (Partnoy, 1999; Cantor, 2004). Al deze factoren dragen er toe bij dat credit ratings van belang zijn in de financiële markten.

In recent werk met Todd Milbourn en Anjolein Schmeits (Boot, Milbourn en Schmeits, 2006) laat ik zien dat credit ratings een positieve rol *kunnen* spelen. In het bijzonder laat ik zien dat credit ratings als *focal point* kunnen dienen in financiële markten, en zelfs kunnen bijdragen aan de stabiliteit ervan. Het idee hierachter is dat het functioneren van financiële markten deels wordt bepaald door coördinatie en momentum. Wat hiermee wordt bedoeld is dat de verhouding tussen ondernemingen en beleggers op de financiële markt fragiel is. De afstand tussen beide partijen maakt vertrouwen cruciaal. Zodra dit wegvalt, kan een onderneming alleen nog maar tegen hoge kosten (of in het geheel niet) vermogen aantrekken. De fragiliteit van dit vertrouwen betekent ook dat geruchten via gedragingen van beleggers grote gevolgen kunnen hebben. Credit ratingbureaus als monitor en partij die voor een bepaalde discipline zorgen, kunnen met de afgegeven ratings een soort anker verschaffen – het focal point – waar beleggers zich op fixeren. Dit kan de stabiliteit en voorspelbaarheid ten goede komen. Credit ratings coördineren in die betekenis gedragingen waardoor een grotere stabiliteit mogelijk is.³

Dit veronderstelt wel dat ratingbureaus hun werk goed doen. Dit is echter zwaar ter discussie komen te staan.

3 Problemen met credit ratingbureaus

Er valt zeker het een of ander op ratingbureaus aan te merken. Ik concentreer mij hier primair op de traditionele rol die ratingbureaus spelen voor bedrijfsobligaties. De specifieke, deels complementaire problematiek van gestructureerde producten volgt in paragraaf 4. Een aantal problemen is te identificeren.⁴

Een eerste probleem dat in het oog springt is de hoge concentratie in de rating-bedrijfstaking. De markt is afhankelijk van een zeer kleine groep spelers. Problemen bij slechts een speler – Moody's of S&P – zullen per definitie grote gevolgen hebben omdat de markt geen alternatief heeft voor deze partijen (Fitch biedt misschien enig soelaas). Het is overigens begrijpelijk dat er geen onbeperkt aantal ratingbureaus is. Het publieke karakter van een rating met het gebruik in brede kring vraagt immers om een beperkt aantal ratings dat algemeen bekend is, en waarop gefixeerd kan worden. De mate van concentratie is echter wel extreem groot.

Of hier iets aan te doen valt, vraagt om een verder begrip van de 'economics' van de business. Een belangrijk vraagstuk hierbij betreft de geloofwaardigheid van ratingbureaus. In zekere zin zijn ratingbureaus verkopers van informatie. Allen (1990) heeft

laten zien dat dergelijke 'informatieverkopers' een geloofwaardigheidsprobleem kunnen hebben. Wie garandeert dat ze hun best doen en de juiste informatie communiceren? Om geloofwaardig te zijn zal een rating bureau in ieder geval een goede reputatie moeten hebben, deze reputatie moeten koesteren en voldoende onafhankelijk moeten zijn van de desbetreffende onderneming aan wie ze een rating geeft. Dit belang van reputatie leidt tot aanzienlijke toetredingsbarrières (Smith en Walter, 2002). Een positieve interpretatie hiervan is dat dit een (extra) inkomstenbron is die de bestaande ratingbureaus niet op het spel willen zetten met twijfelachtig gedrag, en dus er voor kunnen zorgen dat ze 'eerlijk' blijven. Dergelijke natuurlijke toetredingsbarrières betekenen echter ook dat de rating bedrijfstak altijd sterk geconcentreerd zal blijven. Dus zowel vanuit het publieke gebruik van ratings als het reputatiemechanisme zit een neiging tot concentratie ingebouwd. Het hielp overigens niet dat KMV als een relatief nieuwe toetredster door een van de bestaande spelers (Moody's) mocht worden overgenomen. De innovatieve methodologie van KMV – het maakt gebruik van de prijsvorming in de aandelenmarkt – had KMV nu juist de gelegenheid geboden om toetredingsbarrières te overwinnen.

Of het reputatiemechanisme sterk genoeg is om het geloofwaardigheidsprobleem en de daarmee samenhangende belangenconflicten tegen te gaan, is overigens de vraag. Dit hangt nauw samen met een tweede probleem, namelijk de huidige praktijk waarbij de door ratingbureaus te beoordelen ondernemingen betalen voor de rating. Gaat dit niet ten koste van de objectiviteit van de rating? De ratingbureaus werken toch eigenlijk voor de beleggers? Die zouden dan toch moeten betalen? Dit vraagstuk is vergelijkbaar met de volgens sommigen soms incestueuze verhouding tussen onderneming en externe accountant.

De problematiek is mogelijk nog erger omdat ratingbureaus ondernemingen min of meer kunnen dwingen hun services af te nemen. Een mooi voorbeeld betreft de vraag wie het initiatief neemt tot het aanvragen van een credit rating. Er kan sprake zijn van *unsolicited* (niet gevraagde) ratings. Soms proberen ratingbureaus op alle mogelijke manieren ondernemingen zo ver te krijgen dat ze (alsnog) zelf betalen voor het rating proces en daarmee een *unsolicited* rating omzetten in een *solicited* rating (zie Gan, 2004). Het gedrag van ratingbureaus verdient hierbij niet de schoonheidsprijs ('als U niet meewerkt dan kan dat de rating negatief beïnvloeden...'). Het is waarschijnlijk dat een bedrijfstak zonder adequate concurrentie eerder tot een dergelijk gedrag geneigd is. In de sceptische opvatting van het toonaangevende

weekblad *The Economist*: 'The credit rating industry is curiously devoid of competition and oversight. It needs more of both' (*The Economist*, 2005).

Naast bovenstaande opmerkingen is een derde probleem dat ook wet- en regelgeving nog eens een extra prominente plaats geven aan een beperkt aantal ratingbureaus. Dit speelt met name in het geval van de NRSRO-classificatie. De term NRSRO slaat op 'Nationally Recognized Statistical Rating Organization'. Deze certificatie, afgegeven door de Amerikaanse toezichthouder op de financiële markten, de Securities and Exchange Commission (SEC), geeft exclusiviteit in de Amerikaanse omgeving. Hiermee hebben een paar ratingbureaus van de SEC een exclusieve status verkregen in de Amerikaanse regelgeving (zie White, 2002, voor een kritische beschouwing).⁵

Een vierde probleem is dat ratings ook ten onder kunnen gaan aan hun eigen succes. Wat ik hiermee bedoel is dat als marktparticipanten zeer zwaar inspelen op ratingwijzigingen dan is het mogelijk dat de ratingbureaus huiverig worden om ratings bij te stellen. Dit speelt bijvoorbeeld bij 'rating triggers'. Een voorbeeld is dat in een leningovereenkomst opgenomen kan zijn dat een lening direct opeisbaar wordt bij een negatieve aanpassing van de rating. Een dergelijke clausule geeft gewicht aan de rating en kan via de focal point-interpretatie van Boot, Milbourn en Schmeits (2006) optimaal en wenselijk zijn. Echter, de gevolgen van een dergelijke trigger kunnen buitenproportioneel zijn, bijvoorbeeld het kan leiden tot de ondergang van de desbetreffende onderneming. Hetzelfde geldt voor een rating trigger die een bedrijf (lees Enron) dwingt om een dochteronderneming uit te kopen. Dergelijke triggers kunnen ervoor zorgen dat een downgrade een veel groter effect heeft dan puur en alleen het effect van de downgrade zelf op bijvoorbeeld de financieringskosten; een ware cascade is mogelijk. Als dit het geval is dan kunnen ratings een negatief effect hebben op de stabiliteit, maar ook de effectiviteit van ratingbureaus ondermijnen. Dit laatste omdat in een dergelijk geval ratingbureaus mogelijk zullen aarzelen om de rating (tijdig) te veranderen; de consequenties van een neerwaartse bijstelling van de rating zijn dan gewoon te groot. Het is verre van uitgesloten dat dit een verklaring is voor het aarzelende opereren van ratingbureaus in de praktijk.

4 Rol van ratingbureaus bij gestructureerde producten

Het begrip 'structured finance' slaat op specifieke financieringsinstrumenten die vaak zijn afgeleid van onderliggende schuldtitels, namelijk asset backed secu-

rities, zoals CMO's (Collateralized Mortgage Obligations) en CDO's (Collateralized Debt Obligations). Dit zijn vermogenstitels die hun waarde ontleen aan een onderliggende (afgebakende) portefeuille aan leningen. Sub-prime hypotheekleningen zijn een voorbeeld van dergelijke leningen. Ratingbureaus spelen hierbij een rol, omdat zij ratings geven aan deze CMO's en CDO's. Dit is voor hen een 'groeimarkt'.

De wijze van 'verpakken' kent grote variatie. Asset Backed Commercial Paper (ABCP), zogenaamde conduits, bestaan uit van de bankbalans gehaalde leningen met aanzienlijke looptijd die vervolgens in een ABCP conduit kort worden gefinancierd, veelal met commercial paper. In deze conduits kunnen ook CDO's worden opgenomen waardoor er een soort cascade ontstaat: mogelijke sub-prime hypotheekleningen worden in eerste instantie als CDO's in de markt geplaatst en deze CDO's worden vervolgens nogmaals verpakt in ABCP conduits en dus gefinancierd met kort lopend commercial paper.⁶ In deze conduits zit een enorm liquiditeitsrisico. Wat garandeert immers dat telkens nieuwe korte financiering voorhanden is? Hiervoor zijn back-up faciliteiten nodig, met name garanties van banken om het herfinancieringsrisico af te dekken. Dit introduceert echter een kanaal waarlangs de risico's kunnen terugslaan op een bancaire balans. Inderdaad, de liquiditeitsproblemen die door de sub-prime crisis werden veroorzaakt hadden een onmiddellijk effect op de ABCP-markt. Sommige banken die garant stonden voor de herfinanciering via stand-by letters of credit zijn zwaar getroffen (met name de Duitse IKB Deutsche Industry Bank en de Sachsen Giro-Zentrale, naast Amerikaanse en Engelse hypotheekbanken).⁷

Het toenemende belang van 'structured finance' maakt het een buitengewoon lucratieve activiteit voor ratingbureaus. Ruim de helft van de revenuen komt al hieruit voort. Een terechte vraag is hoe deze activiteit zich verhoudt tot die van het geven van ratings aan obligaties van ondernemingen. Zijn belangentegenstellingen mogelijk? Het antwoord hierop is bevestigend. Het verschaffen van ratings voor de structured finance-activiteit van financiële spelers is een lucratieve business die als service wordt verkocht aan deze spelers. Zoals een analist van J.P. Morgan Chase het verwoordde: 'Wall Street is packaging everything and securitizing it to come up with newfangled products, creating a windfall for the rating agencies' (*International Herald Tribune*, 12 december 2005). Het is mogelijk dat dit de ratingbureaus afhankelijk maakt van de gunsten van de financiële spelers die deze activiteit domineren. Als zodanig zou er een belangentegenstelling kunnen ontstaan en zou de rating die

gegeven wordt aan de obligaties van dezelfde financiële speler ongeloofwaardig kunnen worden omdat de ratingbureaus afhankelijk zijn geworden van deze speler. Ik verwoord het voorzichtig omdat, zoals eerder besproken, er ook mechanismen zijn die ervoor zorgen dat de ratingbureaus zich 'goed gedragen'.

5 Oplossingen

In deze paragraaf bespreek ik mogelijke oplossingsrichtingen om te komen tot een stabiel financieel systeem. Zoals ik heb aangegeven spelen ratingbureaus een steeds belangrijker rol en de financiële sector. Ik zal dit eerst verder uitwerken om vervolgens in te gaan op de oplossingsrichtingen.

Het toenemende belang van financiering uit de financiële markten (ten koste van bancaire financiering) duidt op een verschuiving in de richting van op de financiële markt gerichte intermediairs waarvan de ratingbureaus het meest zichtbaar en mogelijk prominent zijn. Ratingbureaus zijn verworden tot onmisbare spinnen in het web van een steeds nauwer netwerk van aan elkaar verbonden markten en instituties.

Een algemeen probleem is dat het bewaken van financiële stabiliteit buitengewoon lastig is geworden. Waren het in het verleden louter grotere banken die er toe deden, nu is het een netwerk van diverse partijen van hedge fondsen, banken, verzekeraars tot pensioenfondsen. Wat hen bindt is de financiële markt waar ratingbureaus zo'n belangrijke rol spelen.

Monoliners

Een verdere illustratie van de verwevenheid van de financiële sector is de rol die wordt gespeeld door monoliners. Dit zijn partijen die oorspronkelijk obligaties van met name Amerikaanse lagere overheden ('municipal bonds') verzekerden, zodat deze overheden tegen lage kosten konden lenen op de geld- en kapitaalmarkt. Maar inmiddels hebben deze monoliners zich nieuwe marktposities toegeëigend, juist ook in de CDO-markt van sub-prime mortgages. Hoewel hun rol zich richt op de minst riskante tranches van dergelijke securitisaties, zijn die inmiddels ook buitengewoon riskant geworden en dreigen de monoliners grote verliezen te leiden. De mogelijkheid dat zij niet aan hun verplichtingen kunnen voldoen, vertaalt zich nu in zorgen om hun eigen credit rating. Als dit zich vertaalt in daadwerkelijk lagere ratings – zorgen omtrent de solvabiliteit van MBIA, de grootste bond insurer in de VS, zijn bijvoorbeeld acuut⁸ – dan kan dit grote kettingreacties veroorzaken. Zonder een geloofwaardige garantie van de monoliners zullen immers allerlei door hen gegarandeerde effecten in

waarde dalen en daarmee financiële instellingen die ze in bezit hebben dwingen tot afboekingen.

De prominente rol van ratings en ratingbureaus is dus ook hier evident. Dit roept de vraag op of het gewenst is dat de ratingbureaus een dergelijke prominente positie hebben verkregen in de financiële markten. Men kan hier ook een vergelijking maken met accountantsorganisaties. De externe controle op de jaarrekening is net als het ratingproces een belangrijke certificerende taak en cruciaal voor het functioneren van financiële markten. Het is eerder een kwestie van smaak of de rol van ratingbureaus als onmisbare spinnen in het web van steeds meer aan elkaar verbonden financiële instituties en markten als belangrijker of juist minder belangrijk wordt ingeschat dan die van accountantsorganisaties. In ieder geval vereist het belangrijke publieke karakter van zowel de rating als accountingactiviteit toezicht en regelgeving.

Het grote publieke belang van ratingbureaus, tezamen met de vele mogelijke belangenconflicten, roept ook de vraag op of deze activiteit wel in private handen mag blijven. Een identieke vraag kan overigens worden gesteld bij de externe controle op de jaarrekening. Ook hier kan men spreken over een activiteit met een dermate groot publiek belang dat dit mogelijk niet kan worden overgelaten aan de 'vrije markt'? Hoe dan ook toezicht en regelgeving is voor dit type activiteiten onvermijdelijk. De vraag blijft of dit de geloofwaardigheid van deze activiteiten voldoende kan garanderen. Hier kan verschillend over worden gedacht.

De belangenconflicten van ratingbureaus zouden kunnen worden begrensd door af te dwingen dat de ratingactiviteit voor obligaties van ondernemingen niet verricht mag worden door een organisatie die zich ook bezighoudt met ratingactiviteiten voor structured producten. Ook zouden veranderingen kunnen worden afgedwongen in de wijze waarop wordt betaald voor de ratings door ondernemingen. Is het mogelijk beleggers te laten betalen voor de ratings en niet de onderneming die de rating verkrijgt? Dit is niet eenvoudig omdat beleggers met velen zijn (iedereen betaalt?) en moeilijker zijn te lokaliseren.⁹

Fundamentele oplossingen

Ik zal nu ingaan op meer fundamentele oplossingsrichtingen voor herstel van de stabiliteit in de financiële sector. Rigoureuze oplossingen die aangrijpen bij het marktproces zelf zijn mogelijk, met name de organisatie van de financiële sector en de wijze van uitvoering van activiteiten.

Voor wat betreft de uitvoering van activiteiten kan gedacht worden aan bepaalde verboden. Bijvoorbeeld,

de eerdergenoemde liquiditeitsrisico's in conduits zouden 'verboden' kunnen worden door af te dwingen dat er een maturity match moet zijn tussen de activa en passiva van de conduits. Een (nog) extremere variant hiervan is het buiten de balans plaatsen via securitisatie te verbieden. Deze 'oplossingen' zijn niet kosteloos en getuigen van een zwaar ingrijpen in de financiële sector. Hetzelfde geldt voor een fundamentele oplossingsrichting die aangrijpt bij de verwevenheid in de financiële sector. Deze is dusdanig dat er uitstralings-effecten zijn die bijna onbeperkt kunnen doorwerken. Het zogenaamde systeemrisico – dit betreft het financiële stabiliteitsvraagstuk waar centrale bankiers zo bang voor zijn – lijkt bijna onbegrensd. Waar begint het, en waar eindigt het? Vanuit deze gedachte komen bijvoorbeeld voorstellen om het bankwezen beter te beschermen via 'narrow banking'. Wat hiermee wordt bedoeld is dat het depositobedrijf van de bank, en dus de veiligheid van deze deposito's, moet worden gegarandeerd via strikte eisen aan het type papier waarin deze deposito's mogen worden belegd. Banken zouden hierdoor worden opgesplitst in een soort beveiligd geldmarktfonds (het depositobedrijf) en een bank voor overige activiteiten (kredietverlening, financiële marktactiviteiten, etc.). Hiermee zou een bank run à la het Britse Northern Rock – toch ook een van de uitwassen van de sub-prime crisis – in ieder geval zijn voorkomen.

Het idee achter deze oplossingsrichting is structuurveranderingen in de financiële sector af te dwingen die deze sector minder afhankelijk maken van toezicht en regelgeving. De genoemde 'narrow bank' is een voorbeeld van een dergelijke structuurverandering. Het is niet evident hoe kostbaar een dergelijke ingreep is, en dus is het moeilijk om dit als beleidsaanbeveling voor te stellen.¹⁰ Tegelijkertijd blijkt uit de problemen van de bank Bear Stearns dat ook investment banks zonder deposito's gevoelig kunnen zijn voor 'runs'.

Een kernvraag is hoe te komen tot een financiële sector die minder afhankelijk is van toezicht en regulering. De 'narrow bank' zou zeker helpen, maar ook meer endogene oplossingen zijn mogelijk. Een voorbeeld is te trachten meer informatie in de markt beschikbaar te laten komen. Dit kan marktdiscipline verbeteren. Het nieuwe Basel-II kapitaalakkoord voor banken heeft daartoe het verbeteren van transparantie als een van haar drie pijlers. Een andere ontwikkeling is het tot stand komen van nieuwe gespecialiseerde markten die waardevolle prijsinformatie kunnen opleveren die mogelijk zelfs als substituuat van credit ratings kunnen dienen. De groeiende markt voor credit default swaps (CDS) zou als zodanig kunnen worden geïnterpreteerd

(zie Gibson, 2007). De prijsvorming op deze markt zou kunnen helpen in het tijdig onderkennen van kredietwaardigheidsproblemen bij ondernemingen (en dus ook bij banken).¹¹

Een finale opmerking is dat ik het als naïef zie om te denken dat alle risico's verhandelbaar kunnen worden. In zekere zin is de huidige kredietcrisis op de financiële markten een wake-up call. Alles liquide maken en via de financiële markt laten lopen kan niet. We hebben instituties nodig in de financiële sector die klappen kunnen opvangen en als dam kunnen functioneren voor escalerende en zich als olievlek verspreidende financiële problemen. Ik ben dan ook een voorstander van een ondergrens aan het kapitaal dat een financiële instelling hoe dan ook – dus ongeacht haar werkelijke risicopositie – moet aanhouden.¹²

6 Slot

De revolutie in 'structured finance' heeft de ratingbedrijfstak geen windeieren gelegd, maar tegelijkertijd sterk onder druk gezet. Zoals de U.S. Senate al in 2002 concludeerde kunnen er twijfels worden geuit over het toezicht op de ratingbureaus. Daarnaast lijkt het risico van belangenverstremming aanzienlijk, is de transparantie over hun werkwijze beperkt en zijn mogelijke anti-competitive practices verre van uit te sluiten (U.S. Senate, 2002; Fisch, 2004). Het is dus terecht dat er zorgen zijn.

De huidige problemen van ratingbureaus op de markt van gestructureerde producten zijn onderdeel van een groter vraagstuk, namelijk de checks en balances in de financiële sector en de mogelijke systeemrisico's waar de financiële sector gevoelig voor is. Het financiële systeem is meer dan ooit verweven en dit maakt een soort olievlekwerking mogelijk waardoor het financiële systeem als geheel instabiel wordt.

Hoe hiermee om te gaan is niet eenvoudig. In de voorgaande paragraaf heb ik verschillende wegen geschetst waarlangs gedacht kan worden om tot oplossingen te komen. Zoals aangegeven is er zeker niet een allesomvattende oplossing. Meerdere oplossingsrichtingen moeten worden overwogen. Zo moet de vraag worden gesteld hoe de positie van ratingbureaus te versterken. Dit raakt het vraagstuk van belangenconflicten (bijvoorbeeld wie betaalt voor de ratings?) en de hoge concentratie in de rating 'bedrijfstak'. Daarnaast moet naar de stabiliteit van de financiële sector als geheel worden gekeken. De toenemende verwevenheid van de financiële sector creëert systeemrisico's doordat problemen kunnen escaleren door een olievlekwerking. Dit roept de vraag op hoe dit kan worden ingedamd zonder de

efficiëntie van het financieel systeem aan te tasten. Gedacht kan worden aan het verder versterken van de kapitalisatie van banken en andere financiële spelers, het tegengaan van riskante securitisatieconstructies, het afzonderen van het bancaire deposito-bedrijf (via 'narrow banking') en het verbeteren van de informatieverstrekking naar marktparticipanten. Het laatste woord is hier niet over gevallen. De problemen zijn fundamenteel. De houdbaarheid van het financiële systeem staat ter discussie en ik sluit niet uit dat er rigoureuze aanpassingen nodig zijn om (weer) tot een stabiele financiële sector te komen. ■

Literatuur

- Allen, F. (1990), The Market for information and the origin of financial intermediation, *Journal of Financial Intermediation*, vol. 1, pp. 3-30.
- Altman, E. I. en H. A. Rijken (2006), The effects of rating through-the-cycle on rating stability, rating timeliness and default-prediction performance, *Financial Analysts Journal*, vol. 62, no. 1, pp. 54-70.
- Boot, A.W.A. (2006), De toegevoegde waarde van credit ratings, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 80, no. 3, pp. 108-117.
- Boot, A.W.A., T. Milbourn en A. Schmeits (2006), Credit ratings as coordination mechanisms, *The Review of Financial Studies*, vol. 19, no. 1, Spring, pp. 81-118; (te downloaden via www.acl.e.nl).
- Brealey, R., S. Myers en F. Allen (2007), *Principles of corporate finance*, (8th ed.), Irwin McGraw Hill, New York.
- Cantor, R. (2004), An introduction to recent research on credit ratings, *Journal of Banking and Finance*, vol. 28, pp. 2565-2573.
- Datta, S., M. Iskandar-Datta, en A. Patel (1999), Bank monitoring and pricing of corporate public debt, *Journal of Financial Economics*, vol. 51, pp. 435-449.
- Dell'Ariccia, G., D. Igan en L. Laeven (2008), *Credit booms and lending standards: Evidence from the subprime market*, working paper, IMF, januari.
- The Economist* (2005), Credit-rating agencies: Who rates the raters?, Special Report, March 26, pp. 65-67.
- The Economist* (2008), Credit-rating agencies: Restructured products, February 9, pp. 72-73.
- Fisch, J. (2004), Rating the raters: Reflections for regulatory reform of the credit rating agencies, *UC Davis Business Law Journal*, vol. 3.
- Gan, Y. (2004), *Why do firms pay for bond ratings when they can get them for free?*, working paper, The Wharton School, University of Pennsylvania.
- Gibson, M. S. (2007), Credit derivatives and risk management, *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review, Fourth Quarter*, pp. 25-41.
- Graham, J. en C. Harvey (2001), The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field, *Journal of Financial Economics*, vol. 60, pp. 187-243.
- McDonald, D. J. en D. Thornton (2008), A primer on the mortgage market and mortgage finance, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 90, no. 1, pp. 31-45.
- Mian, A. R. en A. Sufi (2007), *The consequences of mortgage credit*

expansion: Evidence from the 2007 mortgage default crisis, working paper, University of Chicago, december.

- Partnoy, F. (1999), The Siskel and Ebert of financial markets: Two thumbs down for the credit rating agencies, *Washington University Law Quarterly*, vol. 77, pp. 619-712.
- Smith, R.C. en I. Walter (2002), Rating agencies: Is there an agency issue?, in: R. Levich, G. Majnoni, en C. Reinhart (eds.), *Ratings, rating agencies and the global financial system*, Kluwer, Boston, pp. 289-318.
- U.S. Senate (2002), Hearings before the Senate Committee on Governmental Affairs: *Rating the raters: Enron and the credit rating agencies*, March 20.
- Weithers, T. (2007), Credit derivatives, macro risks and systemic risks, *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review, Fourth Quarter*, pp. 43-69.
- White, L. (2002), The credit rating industry: An industrial organization analysis, in: R. Levich, G. Majnoni en C. Reinhart (eds.), *Ratings, rating agencies and the global financial system*, Kluwer, Boston, pp. 41-63.

Noten

- 1 Zie McDonald en Thornton (2008) voor een beschrijving van de Amerikaanse hypotheekmarkt.
- 2 Zie een standaard corporate finance leerboek zoals dat van Brealey, Myers en Allen (2007). Merk ook op dat een niet onbelangrijke discussie is in hoeverre beleggers hun eigen verantwoordelijkheid moeten nemen. In hoeverre kunnen ze zich verbergen achter de certificerende rol van ratingbureaus. Ook zijn er misverstanden mogelijk. Ratingbureaus concentreren zich op het inschatten van default risico's. Recente bewegingen in de prijzen van CDO's reflecteren bijvoorbeeld ook liquiditeitsproblemen die niet persé verband houden met default risico's. Er zijn recente voorstellen van Moody's om ratings van structured finance producten in getallen en niet in de traditionele letters (AAA, AA, etc.) uit te drukken, en daarnaast een toevoeging voor volatiliteit aan te brengen (*The Economist*, 2008).
- 3 Zie Boot (2006) voor een uitgebreide Nederlandstalige bespreking hiervan.
- 4 Ik ga niet in op technische vraagstukken betreffende verschillen in methodologie in het bepalen van ratings. Een vraagstuk is bijvoorbeeld hoe ratingbureaus moeten omgaan met de business cycle (Altman en Rijken, 2006). Deze problematiek is ook gerelateerd aan de volgens sommigen pro-cyclische werking van Basel-II.
- 5 De Amerikaanse Senaat heeft in 2006 de Credit Rating Agency Reform Act (2006) aangenomen die de NRSRO-status vervangt door een meer toegankelijke en transparante 'Statistical Rating Organization' kwalificatie.
- 6 Een (nog) meer extreme variant hierop zijn structured investment vehicles (SIV's). Deze zijn zwaar geleveraged veelal in Amerikaanse 'light' hypotheek. Het begrip 'light' slaat hierbij op hypotheek met beperkte documentatie, lees min of meer 'blind' verstrekte hypotheek.
- 7 Het aan derden verkopen van verplichtingen via securitisatie kan 'moral hazard' veroorzaken, namelijk de bank die bepaalde leningen via securitisatie doorverkoopt heeft mogelijk een onvoldoende belang bij het bewaken van de kwaliteit van de leningen en ook kan – anticiperend op het doorverkopen – onvoldoende gescreend zijn bij het

verstrekken van de lening. Dit is ook vastgesteld in de recente credit crisis (Dell'Ariccia, Igan en Laeven, 2008). Een oplossing hiervoor is dat de oorspronkelijke bank een risicoparticipatie behoudt. In de recente sub-prime crisis blijkt dit onvoldoende het geval te zijn geweest, hetgeen wederom een zwart licht doet schijnen op de controlerende rol van credit ratingbureaus (zie Mian en Sufi, 2007).

- 8 De kleinere monoliner ACA is al min of meer insolvent. Zie *Financial Times*, 'Scramble to save the monolines might not protect ratings', 5 februari, 2008, p. 29.
- 9 Merk overigens op dat ondernemingen zelf belang hebben bij goed functionerende accountants en credit ratingbureaus. Hiermee wordt een bepaalde geloofwaardigheid afgedwongen in de communicatie naar beleggers en andere betrokkenen. Dit zou onzekerheid moeten verminderen en beleggers kunnen beschermen tegen opportunistisch gedrag van het management. Dit zou de kostenvoet van vermogen moeten doen dalen.
- 10 In het algemeen wordt onderkend dat banken een minder belangrijke rol spelen in de liquiditeitstransformatie dan vroeger. Hiermee wordt bedoeld dat het kunnen financieren van bancaire leningen met deposito's minder belangrijk is geworden, en dat ook depositohouders veel meer alternatieven hebben om te voorzien in een liquide spaar- en betaalproduct (bijvoorbeeld via geldmarktfondsen). Beide ontwikkelingen lijken het invoeren van 'narrow banks' te vergemakkelijken.
- 11 Tegelijkertijd creëert de explosieve groei van de CDS markt ook eigen systeemrisico's (zie Weithers, 2007).
- 12 Dit wordt wel de leverage ratio genoemd, en is naar voren gebracht door de Amerikaanse deposito-verzekeraar, de Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). De FDIC wil niet dat banken via de toepassing van Basel II hun kapitaalpositie tot een absoluut minimum kunnen terugbrengen. Er moet in de ogen van de FDIC een hogere minimum buffer worden ingebouwd, en dit is de leverage ratio.