

TOEN WAS TRIPLE-A HEEL GEWOON

Op de lijst van schuldigen aan de kredietcrisis staan kredietbeoordelaars stevast bovenaan. De regel 'wie betaalt, bepaalt' blijkt ook in de wereld van ratings te gelden.

TEKST: GERBEN HETTINGA (VALUE8)

In de praktijk hebben alle grote ondernemingen die op de kapitaalmarkt obligaties willen plaatsen, een rating nodig. Beleggers hechten namelijk waarde aan ratings omdat ratingbureaus vaak toegang hebben tot meer informatie dan publiekelijk beschikbaar is.

Ondernemingen die een rating willen hebben moeten fors voor hun rating betalen en interne informatie beschikbaar stellen aan de kredietbeoordelaars. Willen ondernemingen de gevraagde prijs niet betalen, dan kunnen ze ook ongevraagd een rating krijgen. Daarmee hebben de drie grootste ratingbureaus Moody's, S&P en Fitch al sinds jaar en dag een unieke positie, maar hebben ze tegelijk de schijn van belangenverstremgeling tegen zich. De ongevraagde rating, op basis van publieke informatie, ligt veelal lager dan de betaalde rating. Wie betaalt zou een hogere rating krijgen. De kredietbeoordelaars ontkennen nog altijd de belangenverstremgeling met het argument dat hun bedrijfsmodel valt of staat met hun reputatie.

De kritiek op kredietbeoordelaars is alerminst nieuw. Ook bij de ondergang van Enron en Worldcom liepen de ratingbureaus achter de feiten aan. Een analist van Standard & Poor's wist ondanks de gekelderde beurskoers vlak voor de ondergang nog te vertellen dat Enron naar verwachting zijn hoge rating zou behouden. Pas vier dagen voor het faillissement werd de rating van Enron aangepast tot onder het belangrijke niveau van 'investment grade'

(BBB). De beurskoers had in dat geval meer voorspellende waarde.

ZEG EENS AAA

Ondertussen hadden de kredietbeoordelaars een nieuwe bron van inkomsten gevonden: de gestructureerde producten. Dit waren mandjes met leningen of hypotheeklen die verpakt doorverkocht werden aan beleggers. Deze veelbelovende producten waren dermate ondoorzichtig dat de rating ongeveer het enige was waar beleggers op af konden gaan.

Nu vooral banken afnemer werden van de kredietbeoordelaars, werd de verstremgeling met de klant steeds groter. Naar nu blijkt werden de gestructureerde producten juist om de hoge rating heen gestructureerd. Dat wil zeggen, producten kregen een zo hoog mogelijk risico op basis van een vooraf gestelde rating. En ratingbedrijven adviseerden banken bij het structureren van hun producten door uitleg te geven hoe de rating precies in elkaar zat en dus hoe daarop ingespeeld kon worden. Met de opmars van de gestructureerde producten verdubbelde de winst van de grootste drie kredietbeoordelaars in nog geen vijf jaar van 3 naar 6 miljard dollar. Moody's heeft bovendien al jaren de hoogste winstmarge van de vijfhonderd grootste Amerikaanse bedrijven.

Maar het zijn niet alleen de Amerikaanse hypotheeklen die een te hoge rating kregen. Ook dichterbij huis waren genoeg opmerkelijke ratings waarneembaar. Begin 2007

mochten Fortis en ING zelfs een triple-A-rating voeren na een stelselherziening van kredietbeoordelaar Moody's. Ook de inmiddels genationaliseerde IJslandse banken Landsbanki (moeder van Icesave), Glitnir en Kaupthing waren de gelukkigen met een triple-A-rating. Na hevige kritiek paste Moody's deze rating een maand later weer aan.

Bovendien werden ook in Nederland op grote schaal gestructureerde producten met een triple-A-labeltje verkocht. Vooral Rabobank maakte dankbaar gebruik van het triple-A-loket van de kredietbeoordelaars. De bank verleidde klanten in de periode 2004-05 om met maar liefst 2,1 miljard euro in te stappen in gestructureerde producten met een gekochte rating tussen de AA en AAA. Met bijvoorbeeld de Asset Backed Renteplus Obligatie haalde Rabobank in 2005 470 miljoen euro uit de markt. "Er is sprake van een beperkt risico, hetgeen ook blijkt uit de allerhoogste ratingkwalificaties (AAA en AA) die het gerenommeerde ratingbureau Standard & Poor's zal toekennen aan de Asset Backed Renteplus Obligatie", staat in de brochure te lezen. Inmiddels heeft het product een rating van CCC en is de koers ingestort.

Door de vele schandalen is er weinig meer over van de reputatie van kredietbeoordelaars en daarmee van het argument van de ratingbureaus dat zij het aan hun reputatie verplicht zijn kwaliteit te leveren. Beleggers die op verkeerde ratings zijn afgegaan hebben nu niets meer aan een goede reputatie