



terliggende portefeuille en de positie van de tranche in de kapitaalstructuur. Voor synthetische kredietderivaten is daarnaast het tegenpartijrisico van groot belang. Dat is het risico dat de tegenpartij van de credit default swap niet aan de betalingsverplichting kan voldoen, waardoor er geld wordt verloren zonder dat de portefeuille verliezen hoeft te laten zien. Houders van deze producten, die zijn uitgegeven door Lehman Brothers, zijn daar op een pijnlijke manier achtergekomen.

Kredietbeoordelaars werken met modellen waarmee op basis van bepaalde aannames verliezen in de portefeuille worden gesimuleerd. Door vervolgens te bekijken hoe deze verliezen de te raten tranche aantasten, wordt een inschatting gemaakt van het kredietrisico op de tranche. Aan deze inschatting wordt vervolgens een rating gehangen. In Nederland zijn het voornamelijk kredietderivaten met een rating van Standard & Poor's geweest waarin particuliere beleggers hebben geïnvesteerd. Uit onderzoek van de VEB blijkt dat het model dat S&P heeft gebruikt op een aantal punten tekortschiet.

HOGE HEFBOOM ONBESTRAFT

Als maatstaf voor kredietrisico gebruikt S&P de kans dat er een verlies op het kredietderivaat wordt geleden. Hoe groot dat verlies is, maakt vervolgens niet uit en dat veroorzaakt problemen. Uitgevende instellingen hoeven zo immers geen maatregelen te treffen om het verlies beperkt te houden

ingeval er een verlies optreedt. Het resultaat is een zeer hoge hefboom in de meeste synthetische kredietderivaten. Soms is de portefeuille wel honderd keer groter dan de tranche.

Een tweede opmerkelijk punt is dat hoewel deze ratings ontstaan zijn om verschillende vastrentende waarden met elkaar te vergelijken, er toch verschillende aannames worden gebruikt. S&P baseert zich voor deze aannames op historische waarnemingen. Voor de eerste kredietderivaten die van een rating werden voorzien, bestonden echter geen historische waarnemingen. Er zat dus niets anders op dan de aannames op iets anders te baseren. In de periode daarna kwamen steeds meer data beschikbaar die gebruikt hadden kunnen worden om de betrouwbaarheid van de gebruikte modellen en aannames te toetsen. S&P lijkt echter gesteld te hebben dat deze observaties enige tijd nadat zij beschikbaar zijn gekomen de nieuwe benchmark zijn waartegen nieuwe uitgaven getoetst moeten worden, waardoor er een structurele fout in de methodiek is gesloten.

Uit bijgaande grafiek blijkt dat deze verschillen in aannames verre van verwaarloosbaar zijn. Gezien de aannames die werden gebruikt voor de CDO Evaluator 3.0, de methode die S&P in 2005 publiceerde, zou een asset-backed security (abs) met een looptijd van zeven jaar en een verlieskans van 0,6 procent rating A- krijgen, terwijl een collateralized debt obligation (cdo) met dezelfde looptijd en verlieskans vier

categorieën hoger zou worden ingedeeld en als rating AA zou meekrijgen. Het wordt helemaal vreemd in het geval dat het ene type financieel instrument een ingrediënt vormt voor het andere. Zo zou een cdo die bestaat uit één bedrijfsobligatie met rating A- de hogere rating A meekrijgen, terwijl de verlieskans exact gelijk blijft.

DE ROL VAN CORRELATIEAANNAMES

Ten derde schort het aan de gebruikte correlatieaannames. In een portefeuille bestaande uit een groot aantal bedrijfsobligaties is het goed mogelijk dat er door één oorzaak meerdere faillissementen plaatsvinden. Tijdens een recessie komen faillissementen nu eenmaal vaker voor en een stijging van de kerosineprijs kan bijvoorbeeld meerdere luchtvaartmaatschappijen in de problemen brengen. Voor een analyse van verliezen op de portefeuille volstaat het daarom niet om alleen te kijken naar de kredietwaardigheid van de individuele bedrijven in de portefeuille, maar is ook de relatie van die bedrijven onderling van belang. Als dergelijke relaties blijken te bestaan is er sprake van correlatie.

S&P neemt correlatie mee in de modellen, maar gaat ervan uit dat deze over de hele looptijd onveranderd blijft. Daar kunnen vraagtekens bij gezet worden. In rustige economische tijden is de correlatie over het algemeen laag, maar in een slechter economisch klimaat wordt er meer correlatie waargenomen. Simpel gesteld gaan dan alle koersen dezelfde kant op: omlaag, zoals tijdens de kredietcrisis is gebleken. Met dat scenario is nauwelijks rekening gehouden.

VERKEERDE AFLOOP GEGARANDEERD

De ratingmethodiek van S&P is net als bij andere kredietbeoordelaars goeddeels openbaar. Producenten van kredietderivaten waren zo in de gelegenheid deze modellen uitgebreid te bestuderen en mazen zoals hierboven beschreven te ontdekken en te benutten. Door meer risico in de kredietderivaten te stoppen die niet door de modellen van de beoordelaars worden herkend, kon investeerders én een hoge rating én een hoog rendement worden voorgehouden. De vergelijking met Russisch roulette dringt zich op: een lucratieve onderneming, zolang de kogel in een andere kamer zit. Maar als het spel vaak genoeg wordt herhaald, is een wisse dood het gevolg. ■