

Accountants als credit raters

Credit rating agencies zitten sinds de subprime-crisis in de beklagdenbank en accountants kunnen wel wat meer reliëf gebruiken. Een uitgelezen kans om een nieuwe markt te betreden? De meningen verschillen, maar 'de optie wordt verkend'.

TEKST BERT BAKKER | BEELD ART GLAZER/CORBIS

Het lijkt voor accountants een ijzersterke *business case*. Aan financiële kennis om in deze nieuwe markt voet aan de grond te krijgen lijkt het ze niet te ontbreken. De potentiële klanten moeten bijna per definitie gelukkig zijn met nieuwe, sterke en competente spelers die een bestaand oligopolie kunnen doorbreken. En de oligopolisten waarom het hier gaat liggen onder vuur sinds de feilbaarheid van hun werkmethode vorig jaar pijnlijk aan het licht kwam. Een gunstiger gesternte dan nu om de knusse wereld van de credit rating agencies, waar sinds jaar en dag drie partijen - Moody's, Fitch en Standard & Poor's - hun goed beschermde markt uitmelken, zal zich voor accountants niet zo snel weer voordoen.

OPEN BREKEN

Niet dat een advertentiecampagnetje al zou volstaan om de klanten te kunnen

binnenhengelen. Zo simpel zal het zeker niet zijn, al was het maar omdat institutionele beleggers zoals pensioenfondsen statutair meestal slechts mogen beleggen in staats- en bedrijfsobligaties (of daarop gebaseerde gestructureerde financiële instrumenten) als die een rating hebben in de categorie *investment grade* (alle ratings van AAA tot en met BBB) van één van die drie genoemde agencies. Maar als dat met het nodige lobbywerk is opengedoken, dan zou er voor accountantskantoren wel een prachtig nieuw werkteerrein klaarliggen, waar de synergie met bestaande assurance-activiteiten voor het opscheppen ligt. De vraag is of het ook gaat gebeuren.

GRONDIGER

Erik Vonk, die als manager ratings bij het hoofdkantoor van Fortis in Utrecht dage-

Erik Vonk (Fortis): 'Het gaat er juist om dat de controlerend accountant dat oordeel zélf geeft.'



lijks omgaat met analisten van de drie rating agencies, denkt dat accountants meer dan gekwalificeerd zijn en een goede kans op succes zouden hebben als ze het zouden proberen. "Het valt me steeds weer op hoe groot de raakvlakken tussen rating agencies en accountants zijn. Beide worden door bedrijven betaald en mogen als insiders alles zien bij hun klant. Beide houden zich bezig met risico-analyse en doen onderzoek op dezelfde terreinen." Vonk wijst er fijntjes op dat credit raters verder bouwen op de solide basis die door controlerend accountants is gelegd. "Voor zover hun werk overlapt, heb ik de indruk dat accountants toch grondiger te werk gaan dan credit raters. Als accountants een stap verder zouden willen gaan dan het afgeven van die - al dan niet - goedkeurende verklaring, dan zouden ze ook een expliciet oordeel kunnen geven over de kredietwaardigheid van een onderneming. Voordeel zou ook zijn dat de zichtbare toegevoegde waarde van hun huidige werk, financieel én maatschappelijk, daardoor veel groter zou worden."

MACHTSPOSITIE

Vonk kan de beroepsgroepen mede vergelijken omdat hij zelf registeraccountant is, met diverse jaren ervaring in de auditpraktijk. Sinds een draai in zijn carrière, twee jaar geleden, onderhoudt hij voor Fortis de relaties met rating agencies. De Belgisch-Nederlandse bankverzekeraar laat zich als concern beoordelen door elk van de drie bureaus. Beleggers in obligaties van de holding (of een van de dochterondernemingen) bepalen op basis van die rating hoe groot de risico-opslag moet zijn in de couponrente van dat schuld papier. Ook gestructureerde financiële instrumenten met een vastrentende component laat Fortis door de drie bureaus raten. Vonk helpt de rating-analisten daarbij aan de nodige informatie. Bedrijven die op de openbare kapitaalmarkt vreemd vermogen willen aantrekken - vaak banken maar, ook andere ondernemingen - lukt dat tegenwoordig niet meer zonder een positieve rating.

Herbert Rijken (VU): 'Werk van accountants is wezenlijk iets anders dan beoordelen van kredietwaardigheid.'

Vonk: "Ze kunnen niet meer om de raters heen. Misschien zou het dus wel eens goed zijn als de gevestigde partijen door nieuwe toetreders in hun markt een beetje worden uitgedaagd in hun machtspositie."

'OPTIE'

Vonks betoog klinkt overtuigend. En gespeend van realiteitsgehalte lijkt het ook niet.

Roger Dassen, voorzitter van de executive board van Deloitte Nederland bevestigt desgevraagd: "De combinatie van onze accountants en financial advisory service-experts hebben samen de vereiste kennis in huis. En wij hebben denk ik ook *brand permission*."

Dassen ziet mogelijk wel onafhankelijk-



heidsissues bij controlecliënten, maar niettemin zegt hij: "In het kader van de strategische verkenning waar het assurance-product naar toe kan groeien, kijken wij ook naar deze optie."

Maar geloven gebruikers van ratings, beleggers die bij hun investeringsbeslissingen zwaar leunen op de rapportcijfers die credit raters geven aan bedrijven



Kees Camfferman (VU):
'Bij het afgeven van ratings kan de kwestie van de accountantsverklaring bij dreigende discontinuïteit ook weer in beeld komen.'

die vreemd vermogen willen aantrekken, eigenlijk dat accountants de markt een kwaliteitsimpuls kunnen geven?

GROTE DRUK

Opmerkelijk genoeg is het antwoord: nee. Althans, als afgegaan mag worden op de reactie van twee professionele beleggers in bedrijfsobligaties.

Arnold Gast, verantwoordelijk voor beleggingen in *credits* (zoals bedrijfsobligaties in het jargon heten) bij Delta Lloyd Asset Management in Amsterdam, geeft graag toe dat er op op het werk van credit raters veel is af te dingen. "Het aanpassen van ratings is een stroperige affaire. De meeste banken staan er nu minder goed voor dan een jaar geleden, maar hun ratings hebben ze nauwelijks naar beneden bijgesteld."

Volgens Gast pretenderen bureaus dat ze 'over de bedrijfscyclus heen kijken'. Maar iedereen weet dat er meer speelt. "Ze staan onder grote druk om de huidige vertrouwenscrisis niet te verergeren door met dramatische *downgrades* te komen. De vraag is dan of accountants van zulke druk geen last zouden hebben. Ik geloof dat niet. Zeker niet als controlerend accountants ook ratings zouden afgeven. Een situatie die me overigens heel onwenselijk lijkt. Auditors en raters zouden sowieso door *Chinese Walls* van elkaar gescheiden moeten zijn."

ANDERE PARTIJEN

Maar een belangrijker reden voor Gast om niet te geloven in accountants als credit raters is dat het beoordelen van liquiditeit en solvabiliteit, vooral op de lange termijn, toch echt iets anders is dan een uitspraak doen over de juistheid van de cijfers over een afgelopen jaar. Gast:

"Accountants zijn niet gewend om *forward looking* te zijn. Ik denk eerlijk gezegd dat er dan andere partijen in de markt zijn die zich eerder als credit rater kwalificeren: denk maar eens aan analisten van hedgefunds of van management consultantsbureaus zoals Mc Kinsey of The Boston Consulting Group."

Je zou natuurlijk kunnen zeggen dat niet de mening van beleggers doorslaggevend is maar die van de betalende klanten: de emitterende ondernemingen. Maar hier is de vergelijking met de wereld van de commerciële televisie wellicht van toepassing. Daar zijn adverteerders de betalende klanten, maar die laten zich in hun beslissingen wel leiden door de populariteit van tv-programma's. En die wordt bepaald door de doelgroep waarvoor het product wordt gemaakt: het kijkende publiek.



SPECIALISME

In overdrachtelijke zin is ook Chris van der Oord die bij Robeco in Rotterdam obligatieportefeuilles beheert, zo'n 'kijker'. Hij noemt vergelijkbare redenen waarom hij weinig heil ziet in accountants als credit raters.

"Meer concurrentie voor de drie rating agencies zou mooi zijn, maar het is niet voor niets dat die markt zo geconcentreerd is. De toetredingsdrempel is hoog en dat heeft wel degelijk met het specialisme te maken. Accountants zullen zich dat niet zomaar eigen kunnen maken." De problemen waar de credit raters nu mee kampen zijn volgens hem verorzaakt doordat ze hun klanten niet alleen beoordeelden, maar hen ook adviseerden over hoe je complexe financiële instrumenten met een bovengemiddeld rendement zó kon structureren dat ze met een *triple A rating* in de markt gezet konden worden.

Van der Oord: "Wij vinden dat je als belegger ook zelf je huiswerk moet doen. Maar dat laat onverlet dat het een ongewenste vorm van belangenverstrengeling was. Die bestond vroeger ook bij accountantskantoren die controle- en advieswerk combineerden. Dat is daar toen uit elkaar gehaald. Als accountants ratings zouden aanbieden zou dat vanuit de adviestak

Chris van Oord (Robeco):
'Accountants zullen zich dat specialisme niet zomaar eigen kunnen maken.'

Rating agencies: methoden, tarieven en problemen

De ratingmarkt wordt beheerst door Standard & Poor's, Fitch en Moody's, die een rapportcijfer geven aan schuldpapier dat bedrijven (en overheden) uitgeven. Dat doen ze op op een schaal met 24 graden van kredietwaardigheid. De hoofdcategorieën lopen af van A naar D. Er zijn kleine verschillen in de benamingen bij de drie raters. Zo noemt Standard & Poor's CC+ wat bij Moody's Ca en bij Fitch CC heet. Honorering van credit raters gaat gestaffeld, maar bij een emissie van bijvoorbeeld vijfhonderd miljoen euro past een declaratie van ongeveer vijftigduizend euro. Veel banken laten hun emissies door drie raters beoordelen. De systematiek is relatief transparant en voorspelbaar, maar er is ruimte voor *professional judgment*.

De agencies kwamen recentelijk onder druk toen bleek dat zij hypotheekportefeuilles met een flinke component *subprime*-leningen, te hoog hadden ingeschaald. Oorzaak: verkeerde uitleg van terugbetalingsstatistieken en de klassiek-gevaarlijke combinatie van beoordelen en adviseren van dezelfde klant.

moeten gebeuren, maar dan zijn ze hun eventuele concurrentiële voordeel weer kwijt.”

GEEN ADVIES MAAR OORDEEL

Potentiële belangenverstrengeling en twijfel over aanwezigheid van specifieke know-how aan wie de vraag ook wordt

voorgelegd, de bezwaren komen steeds weer op deze twee punten neer. Erik Vonk (Fortis)



Roger Dassen (Deloitte): 'In het kader van de strategische verkenning kijken wij ook naar deze optie.'

erkent dat accountants in specifieke kennis zouden moeten investeren, maar vindt dat wat schijnbaar bezwaren zijn, gezien moeten worden als het belangrijkste voordeel. “Het gaat er juist om dat de controlerend accountant dat oordeel zélf geeft. Uitbesteden aan een adviestak zou betekenen dat hij terug bij af is. Bovendien gaat het niet om een advies, maar om een oordeel, net als de accountantsverklaring zelf.” Vonk hamert erop dat de accountant het maatschappelijk verkeer dient. En dat maatschappelijk verkeer is gebaat bij meer helderheid. “Een rating kan daartoe bijdragen.”

'WEZENLIJK ANDERS'

Maar Herbert Rijken, hoogleraar ondernemingsfinanciering aan de economische faculteit van de Vrije Universiteit in Amsterdam, die veel onderzoek doet naar het werk van credit rating agencies, is er heel stellig over dat het werk van accountants wezenlijk iets anders is dan het beoordelen van kredietwaardigheid. “Het is niet een kwestie van de cijfers op een balans en een resultatenrekening goed lezen en interpreteren, of zekerheden en financiële buffers beoordelen. Toekomstige kredietwaardigheid inschatten betekent primair dat je de winstgevendheid voor de toekomst inschat en je een oordeel vormt over de bedrijfsstrategie.

Accountants zijn toch primair bezig met de vraag of de financiële positie van een bedrijf en zijn financiële prestaties in het verleden volgens de regels worden weergegeven. Dat is iets heel anders.”

ONEIGENLIJKE CONCURRENTIE

Ook Rijkens' collega aan de VU, hoogleraar accounting Kees Camfferman, is niet erg enthousiast over het idee dat accountants zich als kredietbeoordelaars zouden ontpoppen.

“Misschien ben ik te somber, maar ik zie diverse bezwaren. Als de accountant een rating zou geven van zowel controleklanten als niet-controleklanten, dan zal dat bij gebruikers van die informatie de vraag oproepen of beide

beoordelingen even betrouwbaar kunnen zijn. En ook kun je je afvragen of gebruik van informatie die hij kreeg uit hoofde van het controlewerk bij een klant, niet oneigenlijk is in de concurrentieverhouding met rating agencies.”

Camfferman ziet nog andere beren op de weg: “Bij het afgeven van ratings voor eigen controlecliënten, kan de kwestie van de accountantsverklaring bij dreigende discontinuïteit ook weer in beeld komen. Een traditionele 'hete aardappel' in de accountantsliteratuur. Het afgeven van expliciete ratings maakt dat probleem niet beter hanteerbaar.”

Camfferman denkt dat, ook als ratingactiviteiten organisatorisch van de controleactiviteiten worden gescheiden, het voor de buitenwereld niet begrijpelijk zou zijn wanneer de rating-afdeling zijn oordeel sterk verlaagt terwijl de controlepoot in zijn accountantsverklaring geen melding maakt van *going concern*-problemen. “Dan kan de 'overige dienstverlening' dus niet meer losstaan van het controlewerk, en dat is in principe een probleem.”



Credit raters, analisten en accountants

Credit rating agencies, aandelenanalisten en accountants - er is flinke overlap in het werk van deze drie categorieën bedrijfsbeoordelaars. Terwijl de accountant de betrouwbaarheid van een jaarrekening terugkijkend beoordeelt, kijken credit raters en analisten primair naar de toekomst. De credit rater onderzoekt *downside risk* en de analist *upside potential*. Anders dan effectenanalisten zijn raters en accountants door bedrijven zelf betaalde insiders. Maar voor alledrie zijn beleggers de hoofddoelgroep.

MEER RELIËF

Een van de argumenten die pleiten voor het idee van een accountant die ook ratings afgeeft, is dat alleen een goedkeurende verklaring als eindproduct van duizenden uren controlewerk en soms scherpe discussie over wat wel en wat niet in een jaarverslag gezegd mag worden, voor de buitenwereld wel erg 'dun' is. Door uitspraken te doen die meer reliëf geven aan de financiële positie van een gecontroleerde onderne-

Arnold Gast (Delta Lloyd): 'Ik denk dat partijen, zoals Mc Kinsey of The Boston Consulting Group, zich eerder kwalificeren.'

ming, zou de accountant zijn rol in het economisch verkeer relevanter kunnen maken. Minder flets en onzichtbaar. Maar dat overtuigt Camfferman niet. De combinatie rater-auditor noemt hij 'niet handig' voor het profiel van de accountant. “Het is juist heilzaam geweest dat het accountantsberoep zich in de eerste jaren van deze eeuw weer sterker heeft geprofileerd in termen van assurance, na de jaren negentig waarin de accountantscontrole soms wel wat erg onzichtbaar werd binnen de multidisciplinaire dienstverlening van de grote kantoren.” □