

De recente geschiedenis van Fortis Bank heeft iets weg van een achtbaan. Ingrijpende ontwikkelingen volgden elkaar in hoog tempo op, culminerend in de nationalisering van Fortis Bank en ABN AMRO. Hoe reageerde rating agency Standard & Poor's op de diverse gebeurtenissen? Een casestudy.

TEKST ERIK VONK* | BEELD CORBIS, MARJA BROUWER

RATING IN PRAKTIJK: STANDARD & POOR'S EN FORTIS BANK

Plussen en minnen



De financiële crisis heeft rating agencies in de schijnwerpers doen belanden. Maar hoe werken ze precies? Over het theoretische model van de toekenning van een rating is in dit blad eerder geschreven (zie november 2008, pagina 46). De vraag blijft: hoe werkt het in de dagelijkse praktijk? Welke factoren zijn doorslaggevend voor een rating?

De ontwikkeling van de rating van Fortis Bank in het afgelopen jaar leent zich goed voor een *casestudy*. Aan de hand van door Fortis uitgebrachte persberichten en de reactie daarop van rating agency Standard & Poor's (S&P) ontstaat inzicht in de wijze waarop een rating agency redeneert. In het navolgende een chronologische beschrijving van de gebeurtenissen in het afgelopen jaar en de gevolgen voor de rating. Daarbij is het goed erop te wijzen dat

Moody's, een andere toonaangevend rating agency, overging tot vergelijkbare acties.

11 OKTOBER 2007: AANDELENEMISSIE
Op 11 oktober 2007 maakt Fortis bekend dat de aangekondigde aandelenemissie van 13,2 miljard euro met succes is voltooid. Dit betekent dat een belangrijke stap is gezet in de financiering van de acquisitie door Fortis van (haar deel van) ABN AMRO Bank.

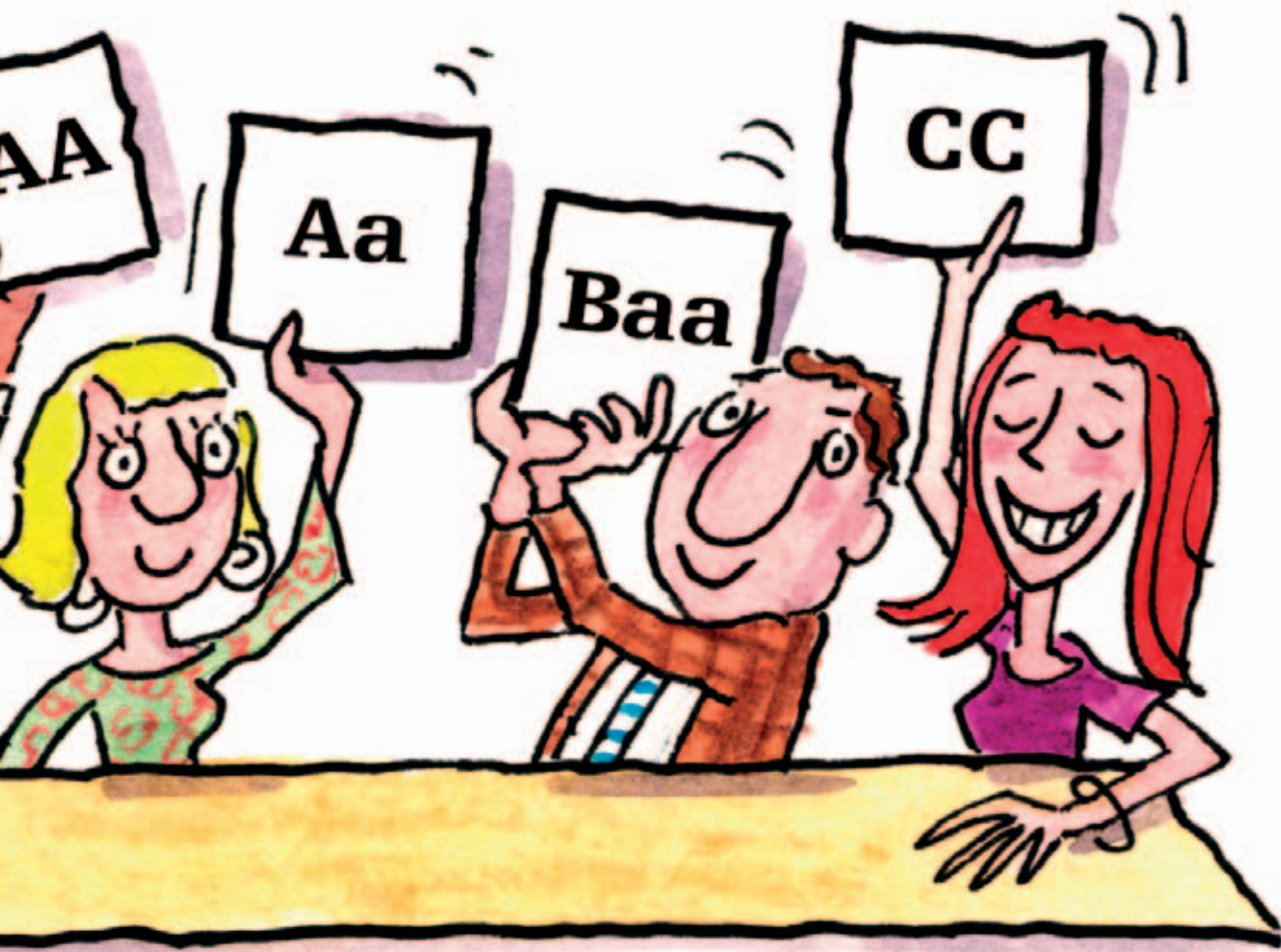
Rating ongewijzigd

Als reactie op deze mededeling laat S&P de rating van Fortis Bank ongewijzigd (AA-/Stable). Twee belangrijke factoren houden de rating op dit niveau in balans. Enerzijds geeft de acquisitie Fortis een stevige basis in de Nederlandse markt, met een stabiele inkomensstroom en een laag risicoprofiel. Anderzijds ziet S&P

significante uitvoeringsrisico's in de gehele onderneming. Tevens zal de integratie in eerste instantie een negatief effect hebben op de resultaten (integratiekosten). Ook wordt naar het oordeel van de credit rater de financiële flexibiliteit van Fortis vermindert. S&P ziet dus duidelijk de voordelen voor Fortis van deze acquisitie, maar heeft ook zo haar bedenkingen. Beiden houden elkaar in evenwicht.

JANUARI 2008: SPECULATIES

In januari 2008 wordt Fortis het onderwerp van speculaties die als centraal thema hebben dat er problemen bestaan rondom de financiering van de acquisitie van ABN AMRO. Dit mede als gevolg van de problemen met subprime-hypotheek. Op 27 januari 2008 reageert Fortis met de volgende mededelingen:



Bij het bepalen van een rating speelt professional judgment een belangrijke rol.

- De solvabiliteit van Fortis Bank zal aan het eind van 2007 ruim acht procent zijn.
- Fortis zal haar dividendpolitiek ongewijzigd laten.
- Fortis zal op haar CDO-portefeuille (collateralized debt obligations: obligaties met gebundelde hypotheeklen als onderpand) wellicht een afboeking moeten doen van € 1 miljard (netto).
- De op leningen te treffen voorzieningen zijn in lijn met eerdere uitgesproken verwachtingen.
- Fortis heeft geen nieuw aandelenkapitaal nodig of andere instrumenten die leiden tot verwatering.
- Fortis focust op de integratie van de ABN AMRO-activiteiten

Deze boodschap zou het vertrouwen in Fortis moeten herstellen en de rust rondom Fortis terug moeten brengen.

Rating: van stabiel naar negatief
S&P denkt hier echter anders over. Zij wijzigt op 30 januari 2008 de outlook van *Stable* naar *Negative*. Een *Negative outlook* betekent dat de rating omlaag zou kunnen gaan (over zes tot 24 maanden). De argumentatie voor de outlook-wijziging is als volgt. In dit stadium verwacht S&P nog steeds dat Fortis in staat is om bevredigende resultaten te behalen. Het risicoprofiel wordt gezien als bescheiden, terwijl men verwacht dat de focus op de integratie van de ABN AMRO-activiteiten zal leiden tot het realiseren van synergie-effecten. Er zijn echter ook kanttekeningen. De rating kan onder druk komen als de eerdergenoemde integratie op onverwachte problemen stuit, die de realisatie van geplande besparingen in gevaar kunnen brengen. Ook wordt gewaarschuwd voor het feit dat agressiever kapi-

taalmanagement (het uitgeven van achtergesteld schuld papier in plaats van aandelen) kan leiden tot een verlaging van de rating. De *Negative outlook* verraadt dat voor S&P de minpunten zwaarder wegen dan de pluspunten.

26 JUNI 2008: SOLVABILITEITSPLAN

Op 26 juni 2008 kondigt Fortis in een persbericht de versnelling van de uitvoering van het solvabiliteitsplan aan. Hoewel de solvabiliteit nog steeds sterk is, wordt het toch noodzakelijk geacht de kapitaalspositie te versterken door voor €1,5 miljard aandelen uit te geven, geen interimdividend uit te keren en het gebruikelijke cash-dividend te vervangen door dividend in aandelen. Tevens worden *sale-and-lease-back* transacties aangekondigd, alsmede de uitgifte van niet-verwaterende instrumenten en

de verkoop van niet-kern-activiteiten. Al met al een pakket van maatregelen dat tot doel heeft het vermogen met ruim € 8 miljard te versterken. Als redenen hiervoor worden aangedragen de door de Europese Commissie opgelegde verkoop van Nederlandse commercial banking-activiteiten, met een verlies van € 300 miljoen. Tevens moet (tijdelijk) voor € 10 miljard aan risico gewogen activa worden gedekt, en is besloten het 51-procentbelang van Delta Lloyd in de verzekering-jointventure met ABN AMRO te kopen. Via deze joint venture verkoopt ABN AMRO verzekeringsproducten van Delta Lloyd. Fortis verkoopt via dat kanaal liever haar eigen producten. Daarnaast speelt de verdere verslechtering van de financiële markten, met name in met *subprime*-hypotheken gerelateerde activiteiten, een rol.

Het gaat niet alleen om de omvang van het kapitaal, maar ook om de samenstelling.

Voor Fortis is het duidelijk dat zij, gedwongen door nieuwe ontwikkelingen, is genoodzaakt tot het nemen van deze maatregelen. Daarnaast tracht het bedrijf hiermee de in de voorgaande maanden in de markt ontstane twijfel over haar kapitaalpositie weg te nemen. Als het toekennen van een rating uitsluitend zou zijn gebaseerd op het beoordelen van de hoogte van het kapitaal, dan zou S&P zeer ingenomen zijn geweest met deze actie. In werkelijkheid reageert de credit rater echter minder positief.

Rating: verder omlaag?

In de Research Update van 26 juni 2008 meldt S&P dat is besloten de outlook te wijzigen van *Negative* naar *Credit Watch with negative implications*. Dit betekent dat binnen drie maanden een rating-actie zal volgen. De toevoeging *negative implications*' laat weinig twijfel bestaan over de vraag welke kant die actie op zal gaan. De gedwongen verkoop van een deel van de Nederlandse commercial banking-activiteiten onder ongunstige voorwaarden, wordt gezien als een bewijs van het executierisico dat gepaard gaat met de integratie



van de ABN AMRO-activiteiten, resulterend in een extra kapitaalbehoefte. Tevens ziet S&P het in toenemende mate gebruikmaken van zwakkere vormen van kapitaal - zoals hybride instrumenten - als een teken van agressiever kapitaalmanagement.

Het gaat dus niet alleen om de omvang van het kapitaal, maar ook om de samenstelling ervan. In de Research Update van 30 januari 2008 was reeds gemeld dat dergelijke ontwikkelingen een negatieve invloed op de rating zouden hebben. Met een blik op de toekomst voegt S&P toe dat bestendige resultaten de sleutel zijn tot het realiseren van de kapitaaldoelstelling en het behouden van de huidige rating. Twijfels rondom het vermogen, volatiele resultaten en executierisico's kunnen leiden tot een verlaging van de rating.

Rating: van AA- naar A+

Door de ontwikkelingen binnen Fortis besluit S&P de rating committee inzake Fortis te vervroegen van de gebruikelijke oktobermaand naar juli. Op 17 juli 2008 verlaagt S&P de rating van Fortis Bank van AA- naar A+, met een *Stable outlook*. Tevens wordt ook de *short-term counterparty creditrating* verlaagd van A-1+ naar A-1. In haar overwegingen stelt de credit rater dat het financiële profiel van Fortis niet meer overeenkomt met de AA-rating.

Fortis heeft bescheiden (gemiddelde) kapitaalratio's en haar financiële flexibiliteit en winstgevendheid staan onder druk, met name als gevolg van de sinds eind juni 2008 verder verslechterde marktomstandigheden. Tevens wordt het door de publieke opinie gedwongen vertrek van ceo Jean-Paul Votron gezien als een nieuw bewijs voor de grote risico's die kleven aan de integratie van de ABN AMRO-activiteiten in een turbulente omgeving.

Opvallend is dat de kapitaalratio's nu wel degelijk als een belangrijk element worden gezien. Door de combinatie van mindere resultaten met verslechterende marktomstandigheden, wordt (de samenstelling van) kapitaal een belangrijker rating-factor dan wanneer een bank zich in rustiger vaarwater bevindt. Vooruitkijkend stelt S&P dat beter-dan-verwachte resultaten een opwaartse druk op de rating zullen geven. Onverwachte risico's of moeilijkheden bij de separatie en integratie van ABN AMRO Bank, zullen daarentegen een negatief effect op de rating hebben.

SEPTEMBER 2008: ULTIEME POGING

In de maanden augustus en september 2008 worden de omstandigheden op de financiële markten dramatisch slecht. In de Verenigde Staten moet de overheid bij een aantal banken ingrijpen, terwijl het doek valt voor Lehman Brothers. In die periode is Fortis regelmatig het onderwerp van speculaties die vooral gaan over liquiditeitsproblemen en het mogelijk opnieuw moeten uitgeven van aandelen. Fortis ontkent met klem al deze geruchten.

Rating agencies zijn niet veel eerder dan de markten op de hoogte van belangrijke ontwikkelingen.

Dan blijkt op 29 september 2008 dat Fortis een ultieme poging heeft ondernomen om uit de negatieve spiraal te komen. De overheden van België, Nederland en Luxemburg hebben samen een belang van 49 procent genomen in de bankactiviteiten van Fortis in België, Nederland en Luxemburg. In totaal betekent dit een kapitaalinjectie van

€ 11,2 miljard. Hiermee realiseert Fortis Bank naar verwachting een *core equity ratio* van ruim boven de negen procent (target zes procent). In de berekening van deze nieuwe kapitaalsratio zijn ook de nog te nemen afschrijvingen op de CDO-portefeuille en op niet-inbare latente belastingvorderingen in de VS - samen in totaal € 5 miljard - opgenomen. Daarnaast is besloten de aan Fortis toekomende activiteiten van ABN AMRO te verkopen waardoor naar verwachting een afwaardering noodzakelijk wordt. Verder stapt de voorzitter van de board of directors, Maurice Lippens, op. Hoewel dit niet het eerste doel was, lijkt met deze maatregelen aan de bezwaren van S&P tegemoet te zijn gekomen. Er is een forse kapitaalinjectie gedaan van de meest solide kapitaalvorm die er is, namelijk aandelenkapitaal. Tevens is hiermee aangetoond dat de overheden



Men zou kunnen denken: reden genoeg om de rating te verhogen. Standard & Poor's besluit te verlagen.

niet van plan zijn Fortis Bank ten onder te laten gaan. Men zou kunnen denken: reden genoeg om de rating te verhogen. *Rating: kan alle kanten op* S&P besluit onmiddellijk de rating Fortis Bank te verlagen naar A met een *developing outlook*, ofwel vrij vertaald: het kan alle kanten op. De verkoop van de activiteiten van ABN AMRO wordt door S&P gezien als een belangrijke terugslag, waardoor herdefiniëring van de strategie noodzakelijk is. De kans om een leidende positie in Nederland te verwerven is verkeken, terwijl het verlies van vertrouwen van beleggers de businesspositie danig heeft verzwakt. Hoewel de uitgifte van aandelen een belangrijke versterking van het vermogen betekent, vermindert dit de financiële flexibiliteit, zoals geïllustreerd door de sterk gedaalde aandelenkoers. Ook worden de resultaten weer geraakt door verdere afschrijvingen op bezittingen. Ten slotte meldt S&P, voor alle duidelijkheid, dat in deze rating de externe support (financiële steun) expliciet is meegenomen. Terwijl op 17 juli 2008 de kapitaalspositie

nog de belangrijkste rating factor was, blijken eind september 2008 de onduidelijkheid rondom de strategie en de verzwakte *business franchise* (de soliditeit van de marktpositie van de bank in een

gegeven geografische markt of niche) de belangrijkste redenen voor een *downgrade*

te zijn. Voor S&P bestaan er op dat moment te veel onzekerheden ten aanzien van de toekomstige koers van het bedrijf, terwijl de omgeving zeer instabiel is. Het feit dat opnieuw forse afschrijvingen noodzakelijk blijken te zijn op beleggingen/vorderingen, bewijst opnieuw dat de verdien capaciteit onder zware druk staat.

3 OKTOBER 2008: OPSPLITSING

Op 3 oktober 2008 maakt Fortis bekend dat de Nederlandse bank- en verzekeringsactiviteiten zijn verkocht aan de Nederlandse staat. Op 6 oktober 2008 wordt bekend dat ook de overige bankentiteiten alsmede de Belgische verzekeringsactiviteiten zijn verkocht aan BNP Paribas.

Rating: positief

S&P verandert de outlook van Fortis Bank (België) van *Developing* in *Credit Watch positive*. Deze wijziging van outlook is volledig toe te schrijven aan het feit dat BNP Paribas een hogere rating heeft (AA+).

PROFESSIONAL JUDGMENT

Uit de Fortis-case blijkt een zekere mate van voorspelbaarheid van de mogelijke ontwikkeling van de rating. In iedere uiting beschrijft S&P welke factoren de rating kunnen (en zullen) beïnvloeden. Daarnaast is duidelijk dat, al naar gelang omstandigheden wijzigen, bepaalde ratingfactoren zwaarder of minder zwaar wegen bij het bepalen van de rating. Het bepalen van een rating is dus niet simpelweg het afwerken van een checklist, maar professional judgment speelt een belangrijke rol. Een vraag die kan worden gesteld is: heeft S&P adequaat gereageerd, of was men (te) laat met de rating-acties? Ratings zijn voor de lange termijn en 'vooruitkijkend'. Hadden de analisten de ontwikkelingen dan niet kunnen voorzien?

Twee belangrijke omstandigheden spelen hierbij een rol. Ten eerste was Fortis pas begin 2008 gedwongen materiële afschrijvingen te doen op haar *structured credit portfolio*. Dat hierdoor de resultaten minder stabiel werden en de kapitaalspositie aangetast, kon pas vanaf dat moment in de beoordeling worden meegenomen. Ten tweede volgden de ontwikkelingen op de financiële markten elkaar zeer snel op en waren ze zonder precedent. Dit maakte het verre van eenvoudig de zaak snel te overzien en de gevolgen te bepalen.

GEEN INSIDER

Hoewel rating agencies worden gezien als insiders, zijn zij niet veel eerder dan de markten op de hoogte van belangrijke ontwikkelingen. Dat is eenvoudigweg niet toegestaan. Onder deze omstandigheden was het voor Standard & Poor's, in het geval van Fortis Bank, niet mogelijk sneller te reageren dan men heeft gedaan. Een van de uit deze geschiedenis te trekken conclusies is daarom dat een rating niet zaligmakend is en dat eigen interpretatie van de omstandigheden van belang blijft bij het beoordelen van de kredietwaardigheid van een bank. In deze afweging kan een rating uiteraard worden meegewogen, maar wegen wellicht andere factoren zwaarder. □

NOOT

* Erik Vonk is registeraccountant en was tot 31 december 2008 manager Rating bij Fortis NV. Hij schreef dit artikel op persoonlijke titel.