

HOE KOMT EEN CREDIT RATING AGENCY TOT Z'N OORDEEL

AA- of BB+

Over kredietbeoordelaars wordt veel geschreven. Maar hoe komen ze eigenlijk tot hun befaamde ratings? Een verkenning.

TEKST BERT BAKKER | BEELD MARJA BROUWER

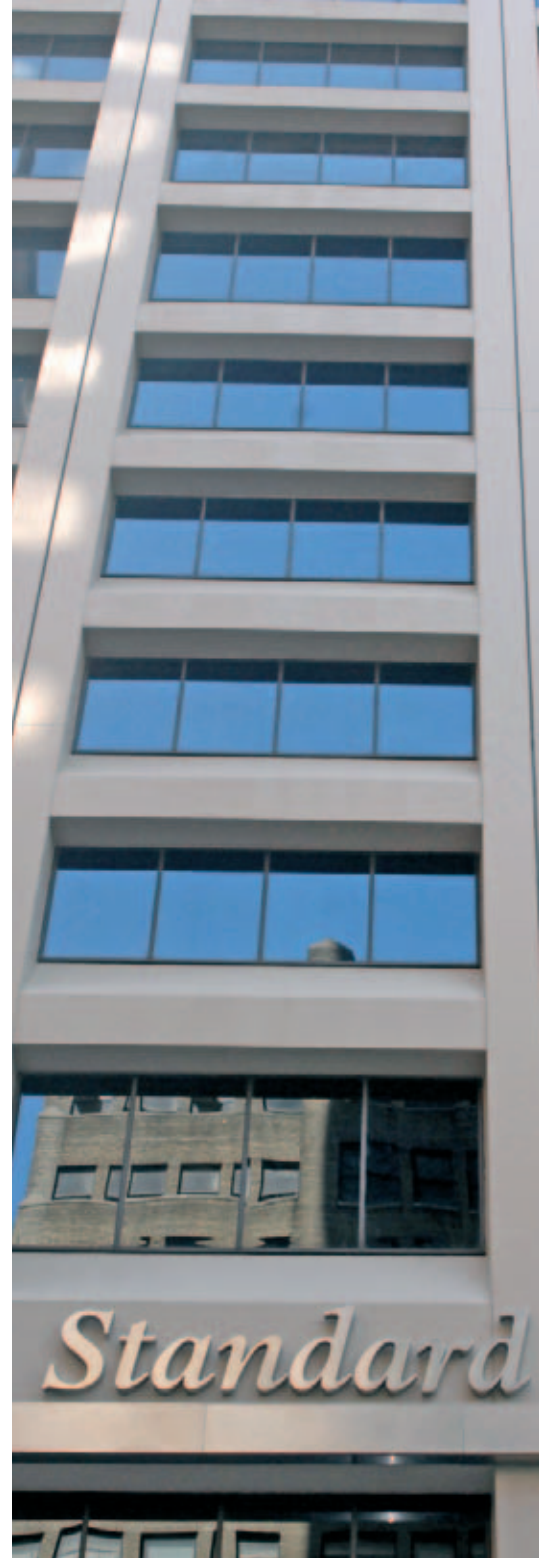
Er is het laatste jaar veel over credit rating agencies geschreven. In de tweede helft van mei 2008 nog omdat de beurskoersen van Moody's en Standard & Poor's fors zakten na berichten over een *bug* in het model dat Moody's gebruikte voor de berekening van de rating van bepaalde complexe financiële instrumenten (*zie kader 'Moody's door beleggers afgewaardeerd'*). Maar kritiek op de agencies is al sinds het uitbreken van de kredietcrisis in het voorjaar van 2007 niet van de lucht. Er was twijfel gerezen rond de onafhankelijkheid van de agencies en hun ratings, mede omdat beoordeelde bedrijven die ratings zelf betalen. Ook werd met verbazing vastgesteld dat in de beoordeling van banken en hun investeringsvehikels, zo weinig was terug te vinden over de gebleken gevoeligheid voor verliezen die - direct of indirect - te maken hadden met de Amerikaanse hypothekenmarkt. Het feit dat geen van de drie belangrijkste credit raters, Standard & Poor's, Moody's en Fitch scenario's hadden voorzien waarin Bear Stearns omviel en Citigroup, UBS en nog een paar grootbanken nieuw aandelenkapitaal moesten aantrekken, deed het vertrouwen in het werk van de

agencies geen goed. Op initiatief van Michel Prada, namens de Franse financiële toezichthouder bestuurder bij de International Organisation of Securities Commissions (IOSCO), werden eind mei 2008 voorstellen gelanceerd om het toezicht op credit rating agencies nadrukkelijk te verscherpen.

VERRASSEND OPEN

Kortom: aandacht voor credit raters is er genoeg. Maar gek genoeg wordt zelden ingegaan op hoe ze in het ratingproces tot hun 'rapportcijfers' komen. Terwijl daarover toch genoeg informatie te vinden is. Want eigenlijk zijn de agencies verrassend transparant over de manier waarop zij hun cliënten en hun producten voorzien van een rating op die beruchte letterschaal die loopt van A (hoog) naar D (laag).

Moody's claimt zelfs dat banken, aan de hand van een door hen zelf in te vullen *scorecard* met grote mate van precisie kunnen berekenen welke rating hen zal worden toegekend, als holding of als dochtermaatschappij. En hetzelfde geldt voor de gestructureerde beleggingsproducten die banken op de openbare kapitaalmarkt aanbieden. Op hun beurt



erkennen de banken dat het beoordelingsproces zo inzichtelijk is dat ze zelden door een rating worden verrast.

SOORTGELIJKE WERKWIJZE

Elk van de drie grote agencies heeft zijn eigen methodiek, maar in hoofdlijnen komen de werkwijzen sterk overeen. Ook conformeren ze zich (vrijwillig) aan de gedragscode van de internationale toezichtorganisatie IOSCO. Een toelichting bij de systematiek van een



De agencies zijn verrassend transparant over hoe zij cliënten en producten voorzien van een rating.

financiële buffers, dus de mogelijkheden om verliezen te absorberen, de rating van een bank primair bepaalt. Hoewel het per credit rater wel verschilt, is het relatieve belang daarvan in werkelijkheid vrij bescheiden. Factoren die de kwaliteit van de winst van financiële instellingen beïnvloeden zijn veel belangrijker. Moody's schrijft: "*Capital is important, but not a leading indicator for credit health, and therefore only rarely drives ratings.*"

KWALITATIEVE FACTOREN

In het model van Moody's is de rating het resultaat van een gewogen gemiddelde van cijfers voor maar liefst tien verschillende aspecten van de bank en zijn 'omgeving'. Het gewicht van die cijfers varieert van vier tot twintig procent. De twee zwaarstwegende factoren, elk meewegend voor twintig procent van het eindcijfer, zijn *franchise value* (de capaciteit van de bank om dankzij verdedigbare marktposities stabiel winstgevend te zijn) en *risk positioning* (onder meer risk management, corporate governance, liquiditeitsbeheer en de mate van concentratie van risico's). Samen met de kwaliteit van toezicht en regelgeving, en het economische en juridische klimaat waarin de beoordeelde bank

Niet alleen banken

De berekening van 'rapportcijfers' voor de kredietwaardigheid van banken is niet het enige dat de agencies doen. Ze beoordelen ook andere instellingen en niet-financiële ondernemingen die schuld papier - obligaties en andere vormen van commercial paper - uitgeven. In hoofdzaak zijn dat overheden - die lenen door staatsobligaties in omloop te brengen - en ondernemingen in de niet-bancaire sector, die zo in de openbare kapitaalmarkt vreemd vermogen aantrekken. (In het Angelsaksische jargon wordt dat laatste soort schuldtitels aangeduid als *credits*.) Maar ook daarvoor geldt dat de wegingsfactoren goeddeels transparant zijn.

scorecard die Moody's in februari 2007 liet verschijnen - een bijna veertig pagina's tellend document - leent zich uitstekend als bron om inzicht te krijgen in de werkwijze van credit ratings agencies in het algemeen.

Een van de eerste dingen die daaruit blijkt, is dat de samenstelling van zo'n cijfer toch wat complexer is (maar dus niet per se foutbestendiger) dan je op het eerste gezicht zou denken. Een wijdverbreid misverstand is dat de omvang van

actief is, die elk voor vijf procent in het eindcijfer meetellen, vormen die dynamische factoren - Moody's spreekt voor deze categorie van *qualitative factors* - dus al de helft van de totale rating.

FINANCIËLE FACTOREN

Naast kwalitatieve, onderscheidt Moody's ook kwantitatieve factoren, *financial factors* genoemd. Daaronder vallen de winstgevendheid (percentage nettowinst op het geïnvesteerde kapitaal), de liqui- ■



Een wijdverbreid misverstand is dat de omvang van financiële buffers de rating primair bepaalt.

Moody's door beleggers afgewaardeerd

Op woensdag 21 mei 2008 daalde op de beurs van New York het aandeel van credit rating agent Moody's met vijftien procent op een dag. Oorzaak was een bericht in de *Financial Times* waarin werd gemeld dat in de modellen die de kredietbeoordelaar gebruikte om de rating van CPDO's (*constant proportion debt obligations*) te berekenen een fout was geslopen. Daardoor kregen deze complexe beleggingsinstrumenten, die in 2006 en 2007 speciaal voor de institutionele markt werden gemaakt, ten onrechte een triple-A waardering. Die zou tot wel vier *notches* lager hebben moeten liggen. De rating was dan A1 geweest in plaats van AAA.

Uit eigen onderzoek van de *Financial Times* bleek dat Moody's deze computerfout - men spreekt van een *bug* - al begin 2007 detecteerde. Toen al werd binnen het bedrijf op hoog niveau over het probleem gesproken. Desondanks duurde het tot januari 2008 voordat de ratings werden verlaagd. CPDO's werden in 2006 door ABN AMRO als eerste opgetuigd. Het gaat om heel specifieke instrumenten die met een forse component geleend geld (*leverage*) beleggen in relatief hoogrenderende Europese bedrijfsobligaties. Het risico van niet-terugbetalen werd afgedekt. ABN AMRO - en na gebleken succes een reeks andere investment banks - dacht op die manier een product te hebben ontwikkeld dat bij een verwaarloosbaar risico een rendement kon geven dat tot wel tweehonderd basispunten (twee procentpunten) hoger was dan het geldende Libor-tarief dat banken elkaar berekenen. Moody's ceo schreef naar klanten inmiddels een brief met een toelichting op de zaak en er werd een persbericht van gelijke strekking verspreid.

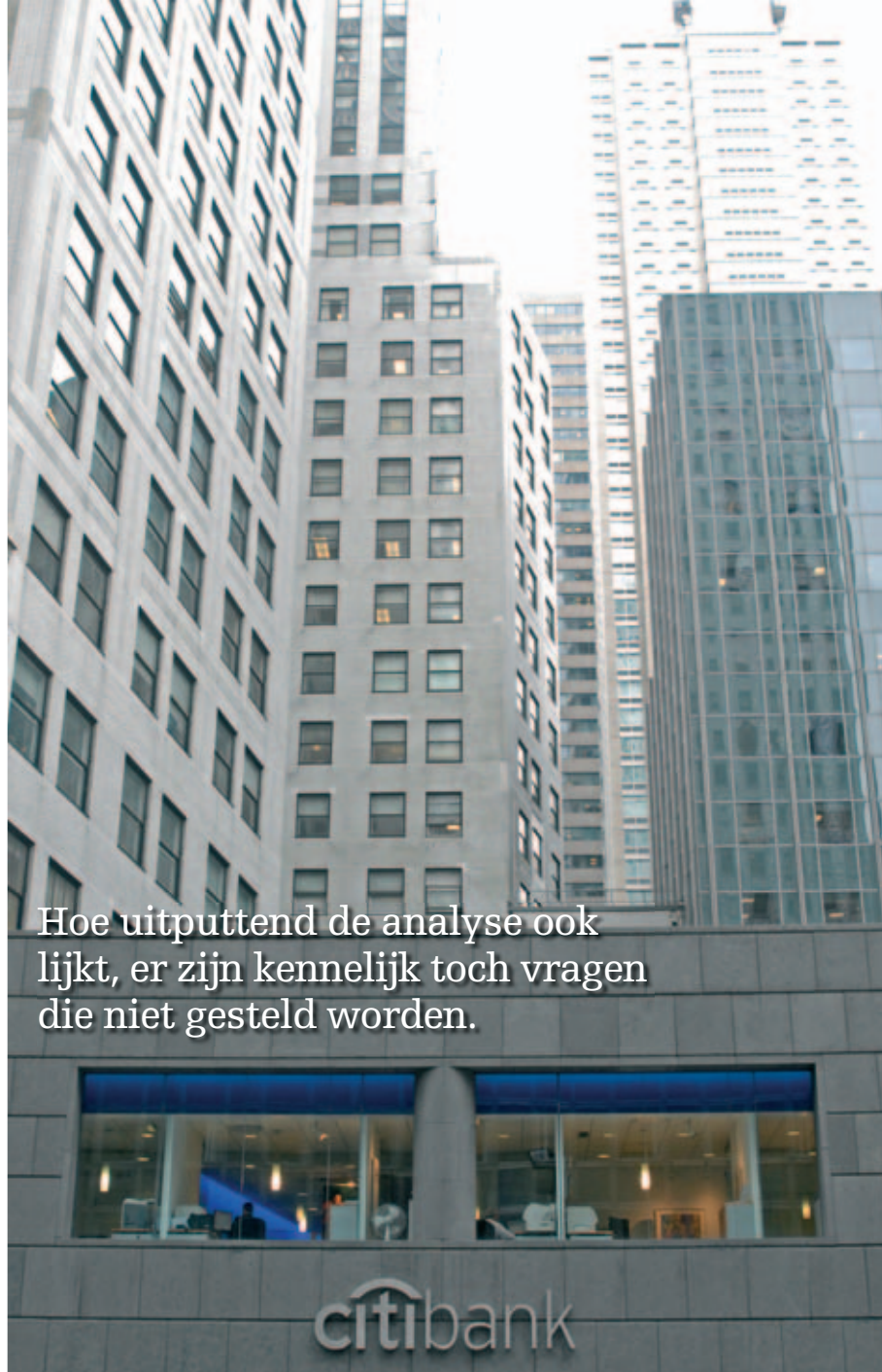
Overigens gebeurt het raten van *structured products* zoals CPDO's door andere, nog meer gespecialiseerde, analisten dan degenen die banken en andere grote bedrijven raten.

Dat de fout niet eerder aan het licht kwam is vreemd. Banken kunnen complexe producten zoals CPDO's namelijk alleen in de markt zetten als minstens twee van de drie grote agencies een rating afgeeft. Dat gebeurde dan ook. S&P's beoordeelde de CPDO's eveneens. Als Moody's een structureel te hoge rating afgaf dat had dat wellicht tot uiting kunnen komen bij de vergelijking met S&P's oordeel. Waarom dat niemand toen is opgevallen blijft onduidelijk.

diteit (liquide middelen als percentage van het balanstotaal), de efficiency (uitgedrukt als kosten/batenratio) en de kwaliteit van de uitstaande leningen. En natuurlijk toch ook de geïmpliciteerde goedheid van een bank (*capital adequacy*, uitgedrukt als een gemiddelde van de Tier 1 Ratio - kernkapitaal van een bank als percentage van het risicogewogen balanstotaal - en het eigen vermogen als percentage van het totaal vermogen. Maar deze factoren wegen elk voor maximaal slechts acht procent van het totaal mee. Met dien verstande overigens dat de laagst scorende factor uit het rijtje voor een tweede maal meetelt, maar dan voor vijftien procent. Dus als een bank een mager vijfje zou scoren op liquiditeit, en dat is het laagste cijfer in het rijtje, dan weegt die vijf niet mee voor acht procent, maar voor 23 (acht + vijftien) procent.

INTRINSIEKE FINANCIËLE KRACHT

Moody's zegt zich ervan bewust te zijn dat de factoren onderling invloed op elkaar hebben (*zie ook schema 'BFSR-scorecard weights for banks in mature markets'*).



Hoe uitputtend de analyse ook lijkt, er zijn kennelijk toch vragen die niet gesteld worden.

Het gewogen gemiddelde van de cijfers leidt tot een score die bij Moody's de *Bank Financial Strength Rating* (BFSR) heet en een inschatting is van de intrinsieke financiële kracht van de beoordeelde bank.

In feite is dit een beoordeling van de kans dat een bank hulp van buiten nodig zal hebben - bijvoorbeeld van bestaande aandeelhouders, sectorgenoten of officiële instanties - om te voorkomen dat die bank op enig moment niet aan zijn verplichtingen zal kunnen voldoen. Hoe kleiner die kans wordt ingeschat, hoe hoger de rating.

Daarmee is deze BFSR dus nog niet hetzelfde als het risico dat iemand loopt die een obligatie van zo'n bank koopt of er een deposito plaatst. Het echte kredietrisico wordt namelijk ook beïnvloed door externe factoren.

OVERHEIDSFACTOREN

Zo bestaat er een kans dat een bank door ingrijpen van de overheid waaronder hij valt, niet aan zijn verplichtingen kan of mag voldoen. De ervaring heeft geleerd dat overheden die in financiële problemen

Waarom kwamen problemen bij banken niet eerder tot uiting in ratings?

Hoe kan het toch dat de kwetsbaarheid van de internationale bankenwereld voor dat ene, heel specifieke probleem, de verliezen op Amerikaanse subprime hypotheekleningen - niet tot uiting kwam in de beoordelingen van credit rating agencies?

Twee factoren worden het meest genoemd. De agencies zelf wezen erop dat het keteneffect in de bankwereld ontstond door het illiquide worden (stilvallen) van bepaalde markten. Aangezien hun oordeel was gericht op de banken, en slechts ten dele op de markten waarin die opereren en de betrouwbaarheid van de prijsvorming in die markten, kwam dat risico maar beperkt in hun ratings tot uiting. Verder zou de kans op het voorkomen van de giftig gebleken combinatie van factoren die tot de subprime-problemen leidden - stijgende rente, dalende huizenprijzen, over-agressieve hypotheekverstrekkers en stijgende werkloosheid door een afzwakkende Amerikaanse economie - statistisch verwaarloosbaar zijn geweest.

Inmiddels hebben credit raters hun oordeel over een aantal banken wel iets aangepast, maar vaak alleen door er een *negative outlook* aan toe te voegen. Alom wordt overigens ook erkend dat de agencies onder grote druk staan om ratings niet massaal te verlagen omdat dat de kredietcrisis, die in essentie een vertrouwenscrisis is, slechts zou verergeren.



Het echte kredietrisico wordt ook beïnvloed door externe factoren, zoals overheidsingrijpen.

'BFSR-scorecard weights for banks in mature markets'

		Category	Overall weight	Sub-factor weight	Overall weight	Overall weight	
Mature markets	Qualitative factors	Franchise value	40%	20%	Markets here and sustainability	25%	
					Geographical diversification	25%	
					Earnings stability	25%	
					Earnings diversification	25%	
	Risk positioning	40%	20%	Corporate governance	16,7%	3,3%	
				Controls & Risk management	16,7%	3,3%	
				Financial reporting transparency	16,7%	3,3%	
				Credit risk concentration	16,7%	3,3%	
	Regulatory environment	10%	5%	Regulatory environment	100%	5%	
				Operating environment	10%	5%	
Financial factors	50%	Profitability	15,75%	8%	PPP % Avg RWA	50%	
					Net income % Avg RWA	50%	
		Liquidity	15,75%	8%	(Market funds - liquid assets) %	36%	2,8%
					Total assets	64%	5,1%
		Capital adequacy	15,75%	8%	Tier 1 ration (%)	50%	3,9%
					Tangible common equity % RWA	50%	3,9%
Efficiency	7%	4%	Cost/income ratio	100%	3,5%		
Asset quality	15,75%	8%	Problem loans % Gross loans	50%	3,9%		
			Problem loans % (Equity + LLR)	50%	3,9%		
Lowest score	30%	15%	Assigned to lowest combined Financial factor score	100%	15%		

Verschillen tussen rating agencies

Registeraccountant Erik Vonk, manager Rating bij Fortis, dat inmiddels zelf is beland in het epicentrum van de kredietcrisis, onderhoudt namens zijn bank de contacten met credit rating agencies. Hij heeft een goede indruk van de verschillen in aanpak van de drie grootste marktpartijen, omdat Fortis zichzelf en zijn financiële producten standaard door Standard & Poors, Fitch én Moody's laat raten. Rating agencies hebben overigens, net als accountants maar anders dan aandelenanalisten, een positie van insider: Ze mogen alles zien (maar niet alles naar buiten brengen).

"Verschillen tussen de agencies worden maar ten dele bepaald door hun specifieke methodologie", zegt Vonk. "Bij alle agencies komen dezelfde elementen van beoordeling terug. Alleen de accenten verschillen. Zo laat S&P de kapitaalpositie zwaarder wegen dan Moody's. Moody's kijkt meer naar de mogelijkheden om inkomen te genereren."

Maar Vonk heeft gemerkt dat ook de stijl van werken nogal kan verschillen. "Het ene agency stuurt analisten die vooraf al een vragenlijstje klaar hebben. Mensen van een ander agency beginnen vaak met: 'Praat u ons maar een beetje bij.' Fitch ervaren wij over het algemeen als iets relaxter. Hun ratings zijn in sommige gevallen ook een *notch* hoger. Het is dus deels ook een persoonlijk iets. Maar over de analytische kwaliteit van de analisten zegt dat niet veel, want die is meestal van hoog niveau."

Dat tempert het risico. Het totale kredietrisico is een soort optelsom van intrinsieke en die twee externe factoren.

MOOIE UITDAGING

Het paradoxale van de nu gangbare transparante systematiek van rating agencies is dat rater en ge-rate tot hetzelfde 'cijfer' kunnen komen, maar dat het werkelijke risico toch dramatisch van die taxatie kan afwijken. Dat betekent dat, hoe uitputtend de analyse ook lijkt, er kennelijk toch vragen zijn die niet gesteld worden, maar wel zouden moeten worden gesteld. Mooie uitdaging voor de agencies om erachter te komen welke dat zijn. □

NOOT

Dit artikel kwam tot stand mede dankzij waardevolle input van Erik Vonk, manager Rating bij Fortis NV.

raken, soms de verleiding niet kunnen weerstaan om banken ge(mis)bruiken om hun problemen op te lossen. Denk aan nationalisaties, blokkades van spaartegoeden, of aan een verbod op (grensoverschrijdende) geldtransfers. Rating agencies - ook Moody's - bepalen per land een *sovereign rating*, die aangeeft hoe groot de kans is dat een overheid op die manier

ingrijpt. De rating van een bank kan nooit hoger zijn dan de van toepassing zijnde *sovereign rating*. Anderzijds kan het ook gebeuren dat een bank die in problemen komt, wordt gesteund door hulp van buiten, zoals recentelijk gebeurde in het geval van Bear Stearns in de Verenigde Staten en Northern Rock in het Verenigd Koninkrijk.