



Knack

Het AAA BBB CCC van de ratingbureaus

DOOR EWALD
PIRONET

29-06-2011

Pag. 100

Ze zijn niet verkozen en hoeven geen verantwoording af te leggen, maar ze beïnvloeden wel het leven van miljoenen mensen over de hele wereld: de ratingbureaus. Hoe gaan de kredietbeoordelaars te werk? En hoe moeten ze zelf beoordeeld worden?

Vorig jaar, op 14 december, dreigde het ratingbureau Standard & Poor's (S&P) ermee de kredietwaardigheid van België te verlagen als er binnen de zes maanden geen volwaardige federale regering zou zijn. Dat joeg een schok door ons land. Het gaf voedsel aan speculaties dat België net als Griekenland, Ierland en Portugal onder vuur zou komen te liggen van de financiële markten, en duwde de rente waartegen ons land moest gaan lenen om zijn staatsschuld te financieren de hoogte in. Het dreigement van S&P zette niet alleen onze politici onder druk, maar sloeg ook nog geld uit onze portemonnee. Hier en daar werd zelfs geopperd dat de ratingbureaus de werkelijke machthebbers in ons land zijn.

Ondertussen sloot een ander groot ratingbureau, Fitch, zich bij S&P aan. Alleen de derde belangrijke speler, Moody's, volgde niet. En niet alleen België gaat gebukt onder de oordelen van de ratingbureaus, een hele reeks landen, waaronder zelfs de Verenigde Staten, kreeg te horen dat een ratingverlaging een reële mogelijkheid is. De rating van Griekenland werd zelfs verlaagd tot absolute rommel. Dat alles doet de schuldencrisis in scherpte toenemen, zodat de vraag rijst: zijn de kredietbeoordelaars uitgebroken honden die onverbidlijk toeslaan als ze bloed ruiken? Of zijn het kanaries in de mijn die waarschuwen voor naderend onheil? Een beoordeling van de beoordelaars aan de hand van tien pertinente vragen.

In theorie is het allemaal logisch en zonneklaar: een ratingbureau is een onafhankelijk privébedrijf dat berekent hoe groot de kans is dat iemand zijn schuld niet kan terugbetalen. Dat is normaal: als u morgen naar een bank stapt voor een lening zal die bank ook nagaan of u in staat bent om die lening terug te betalen. De bank speelt dan zelf voor kredietbeoordelaar, en kijkt zelf aan de hand van uw inkomsten en bezittingen en een aantal regeltjes en tabellen na wat de kans is dat u de lening niet zult kunnen afbetalen.

Als het echter gaat over de kredietwaardigheid van ondernemingen, banken of landen, wordt het ingewikkelder en gaat het meteen ook om veel grotere bedragen. Dan wordt dat onderzoek gedaan door gespecialiseerde bedrijven: de ratingbureaus. Die besparen de potentiële gelduitleners of investeerders zo veel tijd en kopzorgen. Het oordeel dat de ratingbureaus over de kredietwaardigheid vellen, drukken ze uit via een eigen en specifiek quoteringssysteem, de 'rating'. Die kan gaan van AAA voor zeer goed, tot D voor abominabel slecht.

Vandaag wordt 95 procent van alle kredietbeoordelingen geleverd door drie ratingbureaus: Standard & Poor's, Moody's Investor Service en Fitch Ratings. Ze ontstonden begin vorige eeuw in de VS, maar hun macht nam pas echt toe na 1970, toen steeds meer leningen door grote bedrijven niet werden terugbetaald en dus de ratings belangrijker werden om dat risico te kunnen inschatten (zie kader: Hoe het begon). Om enige garantie te geven dat ze ernstig werkten, moesten de kredietbeoordelaars al snel passeren via de Amerikaanse beurswaakhond, de Securities and Exchange Commission (SEC). Die beoordeelde de ratingbureaus en als het goed was, benoemde ze hen tot Nationally Recognized Statistical Rating Organization. Zeven kredietbeoordelaars kregen die erkenning, maar na wat fusies bleven daarvan Standard & Poor's, Moody's en Fitch over.

Er bestaan nog wel andere, kleinere ratingbureaus, zoals het Chinese Dagong Global Credit, dat in 1994 werd opgericht. Hun ratings krijgen nauwelijks weerklank, tenzij als curiosum. Dat er vandaag maar drie ratingbureaus zijn die meetellen, is een kritiek die de laatste jaren al vaker werd geformuleerd: ze vormen een oligopolie, van echte concurrentie is geen sprake.

Aanvankelijk werden de ratingbureaus betaald door degenen die geld wilden uitlenen. Zij hadden immers baat bij een goede inschatting van het kredietrisico dat ze daarbij liepen. Onder meer omdat sommige kredietbeoordelaars de ratings van hun concurrenten gewoon kopieerden en de uitleners geen zin hadden om meerdere keren te betalen voor dezelfde informatie, moesten ze op zoek naar een andere inkomstenbron. Geleidelijk aan boden de kredietbeoordelaars hun diensten aan bij degenen die op zoek waren naar geld. Als die een goede rating konden voorleggen, konden ze makkelijker en goedkoper geld krijgen. Tegen 1980 was dit het courante model: zij die op zoek zijn naar geld, betalen voor de ratings. Tot voor kort betaalde België zo 160.000 euro per jaar aan S&P voor het beoordelen van zijn overheidsobligaties, maar recent ging dat contract naar Fitch.

Natuurlijk ontstond zo een groot gevaar van belangenvermenging. Banken die effecten wilden uitbrengen, konden gaan shoppen bij de kredietbeoordelaars voor de beste rating. Als een kredietbeoordelaar een niet zo gunstige rating toekende, dreigde hij een klant en meteen ook inkomsten kwijt te spelen. De ratingbureaus hadden er dus een steeds groter belang bij om de klant een zo hoog mogelijke rating te geven.

Niemand die dat precies weet, tenzij de ratingbureaus zelf. Maar die vertellen het niet. Natuurlijk kijken de ratingbureaus naar een aantal voor de hand liggende cijfers. Als een bedrijf een obligatielening uitgeeft om geld op te halen, zal gekeken worden naar de prestaties van die onderneming, hoeveel schulden ze al heeft, wat de toekomstige verwachtingen zijn. Als het gaat over de kredietwaardigheid van een land kijkt men naar de overheidsschuld, het begrotingsbeleid en de inflatieverwachtingen, maar ook naar de economische structuur en de politieke en economische stabiliteit.

Een ratingbureau kijkt echter niet alleen naar de cijfertjes. Als het de kredietwaardigheid van een land probeert in te schatten, gaat het bijvoorbeeld ook praten met politici en politicologen, economen, analisten en bankiers, zelfs met journalisten. Maar met welke criteria een ratingbureau precies allemaal rekening houdt, en in welke mate, is en blijft steeds onduidelijk voor de buitenwacht. En aangezien elk ratingbureau zijn eigen aanpak heeft, is het ook mogelijk dat ze over een zelfde product een verschillend oordeel vellen.

Die wordt in een rapport gegoten, maar er zijn maar weinigen die dat lezen. Veel belangrijker is het eindoordeel dat in het rapport wel gegeven wordt. De ratingbureaus gebruiken daarvoor letters. Daarbij is AAA de allerbeste rating, D de slechtste, met een heel scala aan nuances daartussen. Maar de ratingbureaus gebruiken toch niet allemaal precies dezelfde lettercombinaties. Zo bestaat bij S&P zowel CCC+, CCC als CC-, bij Moody's wordt dat Caa, Ca en C, terwijl Fitch het alleen heeft over CCC (zie tabel: Europa in ratings).

Daarnaast kondigen de kredietbeoordelaars op voorhand vaak mogelijke ratingwijzigingen aan, en ook dat kan al een effect hebben op de financiële markten. Dat overkwam België dus eind vorig jaar, toen S&P ermee dreigde de rating te verlagen als er binnen de zes maanden geen regering zou worden gevormd. S&P heeft recent ook gewaarschuwd dat het de rating van de VS zal verlagen als Washington niet snel zijn begrotingstekort vermindert en niets doet aan de stijgende overheidsschuld. Het gevolg was dat de beurzen zakten en de VS meer rente moesten betalen. Het illustreert de impact die een mededeling van een ratingbureau kan hebben op de financiële markten.

Het antwoord is eenvoudig: niets. Daar hebben de ratingbureaus zelf voor geijverd, nadat ze zwaar in de fout waren gegaan bij het faillissement van de Amerikaanse energiegigant Enron in 2001. Enron had tot vlak voor de val nog een hoge rating gekregen. Investeerders trokken na het faillissement naar de rechtbank in de hoop hun verliezen te kunnen verhalen op de ratingagentschappen die in de fout waren gegaan. Ze vingden bot, want er werd beslist dat de ratings in het Amerikaanse recht vallen onder het First Amendment, dat de vrijheid van meningsuiting beschermt. Met andere woorden: een kredietbeoordelaar mag beweren wat hij wil, hij kan niet ter verantwoording worden geroepen.

Dat neemt niet weg dat investeerders uitkijken naar de ratings. Sommige fondsen hebben zelfs de regel dat ze alleen mogen investeren in producten met de hoogste rating. Wordt die rating dan verlaagd, dan moeten ze onmiddellijk uitstappen. Dat veroorzaakt dan grote schokken in de prijs of rente. Vergelijk het met de Michelinids voor foodies: krijgt een restaurant een ster, dan trekt dat volk aan. Verliest het een ster, dan kiezen mensen voor een andere keuken. De formele waarde van zo'n ster is net zoals die van een rating nihil, maar velen houden er rekening mee.

Een niet zo frisse rol. Ze kenden bijvoorbeeld in de aanloop van de financiële crisis de hoogste ratings toe aan rommelkredieten. Dat is ook wat de financiële instellingen ter verdediging inriepen, toen ze op die investeringen grote verliezen moesten slikken: 'Die producten kregen van de kredietbeoordelaars wel de hoogste rating.' Hadden de ratingbureaus hun job ernstig uitgevoerd, dan was de financiële crisis allicht veel beperkter gebleven. Bovendien zagen de ratingbureaus de bankencrisis eind 2008 niet aankomen. Fortis, Dexia en KBC, bijvoorbeeld, kregen nog goede ratings enkele maanden voor ze een beroep moesten doen op overheidshulp om aan een faillissement te ontsnappen.

Zo mogelijk nog erger is dat de kredietbeoordelaars vaak al vooraf om een oordeel gevraagd werd over die financiële producten. Ze werden zelfs betaald voor advies over hoe zo'n financieel product eruit moest zien, zodat het daarna van diezelfde kredietbeoordelaar een hoge waardering zou krijgen. De vergelijking is al eens eerder gemaakt: het zou zijn alsof een professor een honorarium ontvangt als hij de studenten uitlegt hoe ze op zijn examen een maximumscore kunnen behalen.

Toch veel. Zo zijn er zelfs verhalen over kredietbeoordelaars die zich bezondigen aan afpersing. Slechts één voorbeeld: Moody's schreef ooit een brief aan de Duitse verzekeraar Hannover Re dat het de financiële gezondheid van het bedrijf gratis zou evalueren en uitkeek naar de dag dat Hannover er wel voor zou willen betalen. Hannover antwoordde dat het al twee andere ratingbureaus betaalde om zijn kredietwaardigheid te bekijken en dat het dus niet zou ingaan op het aanbod. Moody's startte niettemin met de beoordeling van Hannover. Terwijl andere kredietbeoordelaars Hannover een mooie rating bleven toekennen, verlaagde Moody's na enige tijd plots zijn waardering. Het gevolg was dat beleggers wereldwijd hun vertrouwen verloren in Hannover en hun aandelen verkochten. In een paar uur tijd daalde de marktwaarde van de verzekeraar met 175 miljoen dollar. Of er een verband bestaat tussen de ratingverlaging en het niet willen betalen voor de rating blijft natuurlijk moeilijk hard te maken, maar het verhaal illustreert de op z'n minst discutabele verhouding tussen de ratingbureaus en de bedrijven die er niet zonder kunnen.

Natuurlijk zijn de ratingbureaus niet verantwoordelijk voor de grote schuldenlasten die heel wat landen torsen, en evenmin voor de onvolkomenheden van de eurozone. Met hun voortdurende ratingverlagingen dragen ze er wel toe bij dat de financiële problemen van heel wat landen met schulden steeds nijpender worden. Ze zijn dus geen brandstichters, maar wel brandversnellers. Want als de rating van een land verlaagd wordt, zijn talloze banken en investeringsfondsen volgens hun eigen reglement gedwongen om zich van de staatsobligaties van dat land te ontdoen, met als gevolg dat de risicopremie stijgt. Dan ontstaat een cascade: om geld op de markt te vinden, moet een land meer rente betalen, waardoor de overheidsschuld nog stijgt, zodat een nieuwe ratingverlaging in zicht komt. En ook banken worden dan meegesleept. Zo overweegt Moody's om de rating van bijvoorbeeld Dexia te verlagen, omdat dat veel Grieks staatspapier in portefeuille heeft. De Leuvense economieprofessor Paul De Grauwe omschreef de rol van de ratingbureaus zo: 'Het is alsof iemand in een zwembad aan het verdrinken is en je duwt hem nog eens extra kopje-onder. Dat doen die mannen.'

Er is al decennia zware kritiek op de kredietbeoordelaars, hun ondoorzichtige manier van werken en hun macht. Na de Aziatische crisis (1997-1998), toen sommige landen slechte ratings kregen, gingen al stemmen op om ze aan striktere regelgeving te onderwerpen. In de nasleep van het Enrondebacle (2001) publiceerde het Europees Parlement een rapport over striktere regelgeving. Na de bankencrisis werd het opnieuw bovengehaald, maar er gebeurde tot nu toe niets mee. Met de schulden crisis wordt er opnieuw gedebatteerd over hoe de macht van de ratingbureaus aan banden kan worden gelegd.

Er zou in elk geval meer controle op de ratingbureaus moet komen, hun werkwijze moet transparanter worden en er moet strenger toegezien worden op belangenvermenging. Sommigen opperen dat Europa een eigen ratingbureau moet opstarten, zodat er meer concurrentie komt en we verlost zouden zijn van de Angelsaksische almacht. Anderen menen dat nationale banken, grote financiële instellingen en investeringsfondsen zich niet langer zouden mogen baseren op de beoordelingen van ratingbureaus, maar dat ze zelf de kredietwaardigheid moeten nagaan. En verplicht verkopen bij een ratingverlaging zou moeten worden afgeschaft. Maar of daar dit keer iets van zal komen?