

Bond rating

De Nederlandsche Bank roept het al jaren, maar ook bankiers klagen nu steen en been: risico wordt volstrekt onvoldoende beloond in de Nederlandse markt voor bedrijfskrediet. De renteversillen tussen werkelijk eerste klas debiteuren en bedrijven met een heel wat mindere kredietwaardigheid zijn teruggebracht tot enkele tientallen basispunten en soms nog minder. Daarbij komt dat ook het niveau zelf maar mager is: de marge voor een eerste klas debiteur is niet zelden zo gering, dat het solvabiliteitsbeslag uit bedrijfseconomisch oogpunt strikt genomen niet te rechtvaardigen is.

Hoe komt het dat in de Nederlandse markt banken elkaar kennelijk zo zeer beconcurreren dat er van een behoorlijke beloning voor solvabiliteitsbeslag en risico niets overblijft? Sommigen schrijven dit toe aan de afwezigheid van een adequaat systeem van 'bond rating'. Zij wijzen op de Verenigde Staten waar een dergelijk systeem wel aanwezig is en waar inderdaad de marges voor de verschillende categorieën debiteuren belangrijk uiteenlopen. Als principe is de redenering zonder meer juist: wanneer een voldoende gezaghebbende instantie op basis van erkend gedegen onderzoek openlijk 'labels' ter aanduiding van een verschil in niveau van kredietwaardigheid uitreikt, dan werkt dat marktsegmenterend. De prijsconcurrentie tussen de verschillende geldgevers speelt zich dan niet langer af over de gehele denkbare range van marges, maar slechts over dat gedeelte ervan dat bij die bepaalde risicoklasse behoort. Zo werkt het systeem in de Verenigde Staten. Het is dus op het eerste gezicht niet zo gek om te veronderstellen dat het bij ons ook wel zo zal werken.

Belangrijk is evenwel een inzicht te verkrijgen in de vraag waarom het systeem van bond rating in de Verenigde Staten werkt zoals het werkt. Dit kan niet los worden gezien van een aantal specifieke institutionele omstandigheden en van de omvang van de markt. Het eerste heeft veel te maken met de in onze ogen keiharde wijze waarop de Amerikanen elkaar verantwoordelijk stellen voor gemaakte fouten. Een fundmanager zal zichzelf tegen kritiek van zijn bestuur afschermen door slechts in de hoogste rating-categorieën te beleggen. Hij kan dan 'objectief' aantonen dat hij het verlangde prudente beleggingsbeleid heeft gevolgd, ook al blijkt het later niet goed af te lopen met de betrokken debiteur. Niet zelden is het in de reglementen van institutionele beleggers expliciet opgenomen dat niet beneden een bepaald ratingniveau mag worden belegd. Het gaat zelfs zover dat de regelgeving voor banken in de VS reeds in de jaren dertig aparte waarderinggrondslagen kende voor obligaties met een hogere en obligaties met een lagere rating van een erkend rating agency: deze laatste obligaties werden toen reeds als "voornamelijk speculatief van aard" gezien en dienden derhalve door een prudent bankier zoveel mogelijk te worden vermeden. De 'junk bonds' zijn dus zeker geen verzinsel van de jaren tachtig! De consequentie is uiteraard ook dat de erkende ra-

ting agencies op hun beurt de grootste zorgvuldigheid betrachten, want in een dergelijke omgeving kan een gemaakte fout letterlijk zeer duur komen te staan.

Het is duidelijk dat een vergelijkbaar institutioneel draagvlak niet aanwezig is in de Nederlandse markt. Daar komt het tweede aspect, dat van de grootte van de markt, bij. In tegenstelling tot de situatie in de Verenigde Staten is de schaal van de Nederlandse kredietmarkt zodanig dat een professionele marktpartij de bedrijven die in de Amerikaanse verhoudingen

voor een rating in aanmerking komen, ook zonder zo'n rating echt

wel kent. En wat belangrijker is, men zal ook zonder rating voor zichzelf een behoorlijk beeld van de kredietwaardigheid hebben. Met andere woorden: theoretisch zou bond rating kunnen leiden tot de marktsegmentatie die zo zeer gewenst is om per risicoklasse een duidelijk onderscheiden risicopremie tot stand te laten komen; in de praktijk zijn de Nederlandse verhoudingen er echter niet naar om een dergelijk systeem te laten werken.

Iets anders is, of een systeem van bond rating op Europese schaal een nuttige zaak zou zijn. Daar geldt immers het argument van de kleinschaligheid niet: de kredietwaardigheid van een debiteur in een steeds verder geïntegreerd rakende Europese markt is – met uitzondering wellicht van een beperkt aantal grote, internationaal opererende geldgevers – voor de meeste partijen veel moeilijker te taxeren. In elk geval zullen er vele partijen aan de aanbodzijde zijn die het apparaat en de deskundigheid missen om een voldoende analyse te maken. Juist voor deze partijen zou een Europees systeem van bond rating heel behulpzaam kunnen zijn om de markt doorzichtiger te maken. Ook die geldgevers die wel in staat zijn zelfstandig een dergelijke beoordeling te maken, zullen er bij gebaat zijn, aannemende dat de betere informatievoorziening bij minder deskundige marktpartijen tot een meer verantwoord prijsgedrag leidt. Het is dan uiteraard wel zaak dat besturen van institutionele beleggers en toezichhouders op financiële instellingen net als in de Verenigde Staten ook in hun beleid een belangrijke plaats inruimen voor een dergelijk instrument. Voordat het zover kan zijn, zal er echter een speciale rating moeten bestaan die gericht is op (een groot aantal) Europese ondernemingen; een typisch Europees rating-instituut derhalve. Tot dusverre heeft zich dit nog niet aangediend. Een goed initiatief voor Amsterdam Financieel Centrum?



M.J.L. Jonkbarth