

Effectieve regulering van kredietbeoordelaars

Kredietbeoordelaars zijn in de afgelopen jaren beschuldigd van het veroorzaken van de sub-prime-crisis en het verergeren van de schulden crisis. Theoretisch en empirisch onderzoek is nodig om te begrijpen waarom kredietbeoordelaars niet aan verwachtingen hebben voldaan, hoe kredietbeoordelaars beter gereguleerd kunnen worden en of ze niet door politici van te veel wangedrag worden beschuldigd.

DION BONGAERTS

Universitair hoofddocent
aan de Erasmus Universiteit
Rotterdam



Met behulp van een Veni-beurs van het NWO doet Dion Bongaerts theoretisch en empirisch onderzoek naar kredietbeoordelaars. Het onderzoek analyseert de ongebruikelijke structuur van de markt voor kredietbeoordelingen en de mogelijke gevolgen van politiek opportunisme in de discussie over de regulering van kredietbeoordelaars.

In de afgelopen jaren van financiële malaise hebben kredietbeoordelaars zoals S&P, Moody's en Fitch veel kritiek te verduren gekregen. Ze werden onder andere beschuldigd van *ratings inflation*, machtsmisbruik, het onnodig destabiliseren van Zuid-Europese economieën en het niet begrijpen van markten. Dientengevolge hebben beleidsmakers in Europa en de Verenigde Staten strenge regelgeving en toezicht aangekondigd voor kredietbeoordelaars. In Europa wordt het toezicht houden op kredietbeoordelaars een van de speerpunten van de nieuwe toezichthouder op de financiële markten, ESMA.

Twee prangende vragen in dit kader zijn hoe dit zo ver heeft kunnen komen en wat er gedaan kan worden om vergelijkbare problemen in de toekomst te voorkomen. Om deze vragen te kunnen beantwoorden is het nuttig om eerst de historie van kredietbeoordelaars te schetsen.

DE GESCHIEDENIS VAN KREDIETBEOORDELAARS

Eind negentiende eeuw vond in de Verenigde Staten een ontwikkeling plaats die het land voorgoed heeft veranderd: het uitrollen van het spoorwegnet. Dit werd gedaan door commerciële partijen, die het benodigde kapitaal voornamelijk ophaalden uit de obligatiemarkt. Omdat deze projecten risicovol waren en spoorwegmaatschappijen destijds erg ondoorzichtig waren voor beleggers, ontstond er een vraag vanuit beleggers voor kredietbeoordeling opdat zij het risico van hun investeringen beter in zouden kunnen schatten. De eerste kredietbeoordelaars, waaronder Moody's en de voorlopers van S&P en Fitch zoals we die vandaag kennen, waren een feit, en zij

gaven regelmatig boekwerken uit met kredietbeoordelingen van alle uitstaande obligaties van spoorwegmaatschappijen. Investeerders betaalden dus voor informatie. Naarmate dit businessmodel succesvol bleek, begonnen kredietbeoordelaars gaandeweg breder te kijken en ook andere bedrijfsobligaties te beoordelen op kredietwaardigheid (Sylla, 2002).

De grote depressie in de jaren dertig bleek voor kredietbeoordelaars een cruciaal moment te worden om zich definitief te vestigen in het Amerikaanse en later ook wereldwijde financiële systeem. Onder het motto 'dit nooit meer' voerde een van de Amerikaanse financiële toezichthouders, de OCC, tussen 1930 en 1936 een serie maatregelen in die er uiteindelijk toe leidden dat banken alleen nog mochten investeren in obligaties die, met een zogenaamde *investment grade*, een hoge beoordeling hadden van kredietbeoordelaars. Hierdoor konden financiële markten en kredietbeoordelaars niet meer zonder elkaar (Partnoy, 2001).

Jarenlang werkte dit systeem nagenoeg zonder problemen en volgens hetzelfde principe, tot in de jaren zeventig de kredietbeoordelaars hun businessmodel aanpasten. Vanaf dat moment moesten de bedrijven die obligaties uitgeven betalen voor een beoordeling en werden deze ratings gratis beschikbaar gemaakt voor investeerders. Reputatie zou ervoor moeten zorgen dat kredietbeoordelaars hun werk naar behoren zouden blijven doen. Dit leek inderdaad het geval te zijn. In 2003 concludeerde een empirisch academisch onderzoek (Covitz en Harrison, 2003) dat reputatie voldoende waarborg leek te bieden voor accurate ratings.

KREDIETBEOORDELAARS HEDEN TEN DAGE

Vandaag de dag is men er allerminst van overtuigd dat reputatie voldoende waarborg biedt voor accurate kredietbeoordelingen. Om te begrijpen waarom reputatie recentelijk mogelijkwijs minder goed heeft gewerkt, waarom inaccurate beoordelingen zo een enorme rampspoed hebben kunnen veroorzaken en waarom vooral politici zo gebrand zijn op het reguleren van kredietbeoordelaars, moeten we kijken naar recente ontwikkelingen in de regelgeving en financiële markten.

In de nasleep van een aantal faillissementen met grote gevolgen, bijvoorbeeld Penn Central in 1970 en

GRENSNUT

In de rubriek 'Grensnut' beschrijven economen die een onderzoeksbeurs hebben ontvangen hun grensverleggende onderzoek. De rubriek beoogt te laten zien hoe economen met nieuwe benaderingen hielen in de bestaande economische kennis invullen. De rubriek is een aanvulling op de rubriek 'Canon', waarin economen beschrijven wat we door de jaren heen geleerd hebben over een bepaald onderwerp.

Herstatt Bank in 1974, hebben kredietbeoordelaars een steeds grotere rol gekregen in regelgeving die banken zou moeten verhinderen te veel risico te nemen. Ook in onderlinge afspraken tussen financiële instellingen zijn ratings een steeds grotere rol gaan spelen. Dit heeft ertoe bijgedragen dat de gevolgen van inaccurate beoordelingen zo groot waren. De grootste groeiemarkt voor de kredietbeoordelaars betrof de herverpakte (rommel)hypotheken, zoals (*sub-prime*) *residential mortgage-backed securities* (RMBS'en). Vooral vanaf 2004 heeft deze markt een enorme vlucht genomen. Voor het beoordelen van een dergelijk complex product werd een vergoeding betaald die grofweg vijf maal zo groot was als de vergoeding voor een kredietbeoordeling van een eenvoudige bedrijfsobligatie. Echter, de partijen die deze producten in de markt zetten, hadden een groot belang bij zo hoog mogelijke ratings, terwijl de producten zo complex waren dat het onmogelijk leek vast te stellen of de beoordelingen wel accuraat waren. Dit zorgde voor de verleiding en druk om te optimistische ratings af te geven; immers degene die nu voor ratings bij Moody's kwam, kon morgen naar S&P gaan als de beoordeling hem niet beviel. Tijdens de kredietcrisis hebben beleggers deze producten vervolgens enorm af moeten waarderen, wat zorgde voor problemen bij financiële instellingen die over dreigden te slaan op de reële economie. Om de ergste rampspoed te voorkomen hebben overheden veel geld gespendeerd om de financiële sector overeind te houden.

Ondanks het feit dat deze aanpak ten minste deels effectief was, kwamen overheidsfinanciën van verschillende landen onder druk te staan. En ook hier spelen kredietbeoordelaars een aanzienlijke rol. Een recent theoretisch onderzoek van Opp *et al.* (2012) laat zien dat ratings, doordat ze zo belangrijk zijn in regelgeving, een aanzienlijke impact kunnen hebben op obligatieprijzen, zelfs als deze geen nieuwe fundamentele informatie bevatten. Het is dan ook niet verwonderlijk dat lenen voor Zuid-Europese overheden duurder werd wanneer zij door kredietbeoordelaars werden afgewaardeerd. Met hetzelfde principe hebben politici uit deze landen jarenlang geen problemen gehad toen het alleen derdewereldlanden en bedrijven waren die door afwaarderingen in nog grotere financiële problemen kwamen.

De reactie van politici en beleidsmakers op afwaarderingen van staatsschuld viel vaak in de categorie *'shoot-the-messenger'*. Zo volgde vaak een dreigement van verscherpt toezicht op kredietbeoordelaars en weet president Obama op 8 augustus 2011 de afwaardering van de Verenigde Staten door S&P aan onbekwaamheid van S&P. Indien markten dergelijke statements opvatten als onwil om pijnlijke, en daarom electoraal moeilijke, maar noodzakelijke maatregelen te nemen kan dat onrust op de financiële markten geven en de problemen alleen maar versterken. Dit was te zien na pre-

sident Obama's toespraak. Direct na zijn uitspraken kelderde de belangrijkste Amerikaanse beursgraadmeter, de S&P500 index. Tevens kunnen dergelijke uitspraken het algemene vertrouwen van beleggers in politiek en regelgeving ondermijnen. Een recent onderzoek van Pastor en Veronesi (2012) laat inderdaad zien dat politieke onzekerheid leidt tot minder vraag van beleggers voor aandelen waardoor het voor ondernemingen ook op de lange termijn duurder wordt zichzelf te financieren.

REGULERING VAN KREDIETBEOORDELAARS COMPLEX

De enorme verliezen in de sub-prime crisis hebben het onderzoek naar kredietbeoordelaars een flinke impuls gegeven. Recente artikelen laten zien dat kredietbeoordelingen, met name van complexe producten, inderdaad erg inaccuraat waren, en komen met nieuwe empirische tests en theoretische modellen om te verklaren waarom deze kredietbeoordelingen zo inaccuraat bleken te zijn. Daarnaast analyseren verschillende artikelen de effectiviteit van door beleidsmakers voorgestelde maatregelen.

Nieuwe empirische tests en theoretische modellen moeten verklaren waarom kredietbeoordelingen zo inaccuraat bleken te zijn

Verschillende empirische studies laten met moeilijk verkrijgbare data over verpakte rommelhypotheken zien dat kredietbeoordelaars te optimistische beoordelingen gaven aan deze producten (Griffin en Tang, 2012) en dat grote spelers in die markt kredietbeoordelaars onder druk hebben gezet om hoge beoordelingen te geven aan hun producten (He *et al.*, 2012).

Er zijn verscheidene theoretische onderzoeken die kijken of het mechanisme van reputatie nog steeds toereikend is om accurate ratings te garanderen (Bar-Isaac en Shapiro, 2010; Mathis *et al.*, 2009). De algemene conclusie is dat dit niet het geval is, vooral als het moeilijk is om wangedrag van pech te onderscheiden. Andere onderzoeken kijken naar competitie tussen kredietbeoordelaars. De overheersende in-

druk is – zeer verrassend vanuit klassiek economisch oogpunt – dat meer competitie tussen kredietbeoordelaars slecht is, omdat bedrijven die obligaties uitgeven kredietbeoordelaars tegen elkaar uit kunnen spelen (Bolton *et al.*, 2012; Becker en Milbourn, 2011; Skreta en Veldkamp, 2009). Dit staat in sterk contrast met wat politici willen, namelijk meer competitie tussen kredietbeoordelaars. Er zijn echter ook enkele tegengeluiden die aangeven dat competitie in bepaalde gevallen wel zou kunnen leiden tot accuratere ratings (Hirth, 2012; Xia, 2012). Bijvoorbeeld wanneer er veel spelers in de markt zijn of als sommige kredietbeoordelaars betaald worden door investeerders.

De overheersende indruk is dat meer competitie tussen kredietbeoordelaars slecht is, omdat bedrijven die obligaties uitgeven kredietbeoordelaars tegen elkaar uit kunnen spelen

Om dergelijke scenario's in de toekomst te voorkomen, komen verschillende, met name theoretische, artikelen met uiteenlopende aanbevelingen. Een van deze aanbevelingen is meer transparantie (Pagano en Volpin, 2010; Bolton *et al.*, 2012). Daarnaast pleiten verschillende artikelen voor een systeem waarin investeerders betalen voor kredietbeoordelingen (Pagano en Volpin, 2010; Strobl en Xia, 2011; Xia, 2012). Mathis *et al.* (2009) zijn voor een systeem waarin het platform waarop producten verhandelend worden (bijvoorbeeld een beurs) betaald voor kredietbeoordelingen. Partnoy (2009) staat een meer expliciete regulering voor met een sterke toezichthouder en aansprakelijkheid voor kredietbeoordelaars.

Wat de meeste theoretische modellen gemeen hebben is dat ze uitgaan van een bepaalde portie irrationele, naïeve investeerders in de markt. Deze naïeve investeerders begrijpen niet dat kredietbeoordelaars gevoelig zijn voor door winst gedreven prikkels en potentieel strategisch handelen. Dit zorgt ervoor dat kredietbeoordelaars met wangedrag weg kunnen komen. Maar de vraag is hoe realistisch dit is. Immers, de spelers in kredietmarkten zijn veelal grote marktpartijen met aanzienlijke onderzoeksafdelingen en veel ervaring. Een rationeel model is dus gewenst, en dat ontbreekt vooralsnog.

In een volledig rationeel model zonder aanvullende fricties zouden kredietbeoordelaars hun werk naar behoren doen en daar gepast voor betaald krijgen. In dat geval zou de recente golf van inaccurate beoordelingen niet verklaard kunnen worden. Echter, indien de investeringsbank die een verpakt hypotheekproduct in de markt zet, betaald krijgt voor het doen van de deal en niet voor het verkrijgen van een lage rente, dan zal deze proberen de kredietbeoordelaar onder druk te

zetten voor een hoge rating. Omdat het produceren van een accurate beoordeling meer moeite kost dan het produceren van een inaccurate beoordeling zal een kredietbeoordelaar hieraan meewerken. Het feit dat de (rationele) financiers van deze producten dit gedrag incalculeren en een hogere rente vragen deert de investeringsbank nauwelijks omdat hij slechts zeer beperkt betaald krijgt op basis van de gerealiseerde rente en het bijbehorende risico.

Dit model kan gebruikt worden om de effectiviteit van verschillende oplossingen voor het probleem van inaccurate kredietbeoordelaars te analyseren. In een dergelijk model werkt meer concurrentie tussen kredietbeoordelaars, een wens van veel beleidsmakers, kwaliteitverlagend en destabiliserend. Een actieve toezichthouder die licenties bij wangedrag kan afnemen, heeft eveneens slechts beperkt nut zolang er geen alternatieven voor kredietbeoordelaars zijn. Twee maatregelen in dit model werken wel welvaarts- en stabiliteitsverhogend.

Ten eerste zou men kredietbeoordelaars een *co-investment* ofwel een klein, niet verkoopbaar belang moeten laten nemen in de producten die ze beoordelen. Dit zorgt ervoor dat een kredietbeoordelaar relatief veel te verliezen heeft als deze zijn werk niet naar behoren uitvoert. Immers, in geval van een inaccurate rating is het risico op de co-investment relatief groot terwijl de te ontvangen rente relatief laag is. Men zou theoretisch hetzelfde effect ook kunnen bereiken met juridische aansprakelijkheid voor kredietbeoordelaars, zoals voorgesteld als regelgeving binnen de EU. Maar kwade opzet, dan wel nalatigheid, is moeilijk te bewijzen, vooral als alle kredietbeoordelaars tegelijk te optimistisch waren. Het systeem van co-investments ondervangt dit probleem.

Ten tweede zou men erover kunnen denken kredietbeoordelaars in hun huidige vorm te laten bestaan en heterogene competitie te creëren van uiteenlopende marktpartijen. Het idee hierbij is om investeerders zoals banken en kredietverzekeraars de beoordelingen te laten doen onder de voorwaarde dat zij zelf een aanzienlijk deel van de producten die ze beoordelen op hun balans houden. De reden dat dit werkt is dezelfde als hierboven: degene die de beoordeling doet heeft iets te verliezen in geval van een inaccurate beoordeling. Deze oplossing sluit aan bij de roep van beleidsmakers om te leren leven zonder kredietbeoordelaars. Er kleeft echter een nadeel aan deze oplossing. In het model zal er alleen in specifieke gevallen vraag zijn naar beoordelingen door investeerders en zal er bijna altijd gekozen worden voor de traditionele kredietbeoordelaars. De reden hiervoor is de voorkeur van investment bankers voor hoge in plaats van accurate beoordelingen. Echter, voor een toezichthouder creëert dit scenario extra alternatieven. Hierdoor kan een toezichthouder geloofwaardiger dreigen met maatregelen tegen kredietbeoordelaars en kunnen in de meeste scenario's accurate beoordelingen worden afgedwongen.

Het idee om kredietbeoordelingen door banken te laten doen kan op aanzienlijke weerstand stuiten omdat banken in de aanloop naar de kredietcrisis ook aanzienlijke misstappen hebben begaan. In hoeverre de onderliggende problemen bij banken een oplossing in de weg kunnen zitten is nog onduidelijk. Verschillende factoren als beloningsstructuren en de hoeveelheid vreemd vermogen spelen waarschijnlijk een cruciale rol. Om te beoordelen hoe groot deze rol precies is, is aanvullend empirisch onderzoek nodig.

DE ROL VAN POLITICI

Ook het probleem van opportunistische politieke inmenging in financiële regelgeving en de regulering van kredietbeoordelaars roept vragen op die voorsnog nauwelijks zijn onderzocht. Ten eerste zouden we ons de vraag kunnen stellen of politici niet gelijk hebben en kredietbeoordelaars inderdaad te veel macht hebben. Hiermee is niet gezegd dat de huidige aanpak van dreigen met extra regelgeving na afwaarderingen optimaal is. Kredietbeoordelaars aanpakken in een minder turbulente tijd of door een instantie die minder belang heeft bij een gereduceerde rol van kredietbeoordelaars zou aanzienlijk minder argwaan bij beleggers kunnen wekken en daardoor stabiliteit op markten kunnen bevorderen.

Ten tweede is het mogelijk dat politici gedreven worden door weinig idealistische motieven en puur strategisch handelen. In dit geval is het de moeite waard te onderzoeken onder welke omstandigheden dit opportunistische gedrag plaatsvindt en hoe schadelijk dit is voor de markt. In een model van een democratisch land met een gesloten economie is het relatief moeilijk dit gedrag in evenwicht te verkrijgen. Hiervoor heeft men irrationele kiezers nodig of kiezers die problemen van nu willen afwentelen op toekomstige generaties. Het wordt een ander verhaal wanneer het land sterke internationale banden heeft, bijvoorbeeld doordat het land onderdeel is van een muntunie, waardoor negatieve effecten van politiek opportunisme deels afgewenteld kunnen worden op andere landen. Kiezers in de ene lidstaat zouden kunnen stemmen op politici die kredietbeoordelaars onder druk zetten, zodat pijnlijke maatregelen in die lidstaat niet genomen hoeven te worden. Als daardoor onrust ontstaat op markten of in de toekomst de staatsschuld voor die lidstaat onhoudbaar wordt, komt een deel van de rekening via een reddingspakket of een opkoopprogramma van de Europese Centrale Bank bij de andere lidstaten terecht.

In hoeverre deze problemen in de praktijk spelen en of er überhaupt politiek opportunisme is, is voorsnog onduidelijk. Gebaseerd op de empirische implicaties van de verschillende theorieën, kunnen empirische tests ontwikkeld worden. Deze tests moeten de implicaties op zowel de korte als de (middel)lange termijn meenemen teneinde een compleet beeld te creëren.

CONCLUSIE

De recente financiële crises hebben het meer dan een eeuw oude concept van kredietbeoordelaars ter discussie gesteld. Duidelijk is dat zowel beleidsmakers als academici onvoldoende inzicht hebben in hoe kredietbeoordelaars in elkaar zitten en voor welke prikkels zij gevoelig zijn. Recent onderzoek probeert verschillende van deze zwakheden in het systeem bloot te leggen maar gaat daarbij vaak uit van deels irrationele investeerders. Indien investeerders rationeel zijn, maar de uitgevende partij niet gevoelig genoeg is voor de hoogte van de rente die betaald moet worden, komen andere problemen bovendien. In theorie biedt een aangepaste aanpak perspectief, zoals co-investments voor kredietbeoordelaars of heterogene competitie van investeerders die ook kredietbeoordelingen verzorgen, al dan niet in combinatie met een krachtige toezichhouder. Om te beoordelen of investeerders zoals banken voldoende gemotiveerd zijn om accurate kredietbeoordelingen te produceren, is aanvullend onderzoek

vereist. Ook de vraag of politici de discussie over kredietbeoordelaars geëkaapt hebben voor eigen electoraal gewin verdient aanvullend onderzoek, evenals de vraag onder welke omstandigheden van politici kan worden verwacht dat ze tot dergelijk gedrag overgaan. Met het beantwoorden van deze vragen komen we hopelijk dicht bij een oplossing die leidt tot hoge beoordelingen voor kredietbeoordelaars.

LITERATUUR

- Bar-Isaac, H. en J.D. Shapiro (2010) *Ratings quality over the business cycle*. Werkdocument aan de New York University en aan de University of Oxford.
- Becker, B. en T. Milbourn (2011) How did increased competition affect credit ratings? *Journal of Financial Economics*, 101(3), 493–514.
- Bolton, P., X. Freixas en J. Shapiro (2012) The credit ratings game. *The Journal of Finance*, 67(1), 85–112.
- Covitz, D. en P. Harrison (2003) *Testing conflicts of interest at bond ratings agencies with market anticipation: evidence that reputation incentives dominate*. Werkdocument op papers.ssrn.com.
- Griffin, J. M., and D. Y. Tang (2012) Did subjectivity play a role in CDO credit ratings? *The Journal of Finance*, 67(4), 1293–1328.
- He, J., and J. Qian. P. Strahan (2012) Are all ratings created equal? The impact of issuer size on the pricing of mortgage-backed securities. *Journal of Finance*, te verschijnen.
- Hirth, S. (2012) *Beyond duopoly: the credit ratings game revisited*. Werkdocument op papers.ssrn.com.
- Mathis, J., J. McAndrews en J.-C. Rochet (2009) Rating the raters: are reputation concerns powerful enough to discipline rating agencies? *Journal of Monetary Economics*, 55(5), 657–674.
- Pagano, M. en P. Volpin (2010) Credit ratings failures and policy options. *Economic Policy*, april, 401–431.
- Opp, Ch., M. Opp, en M. Harris (2012) Rating agencies in the face of regulation. *Journal of Financial Economics*, te verschijnen.
- Partnoy, F. (2001) *The paradox of credit ratings*. Werkdocument op papers.ssrn.com.
- Partnoy, F. (2009) *Rethinking regulation of credit rating agencies: an institutional investor perspective*. Werkdocument op papers.ssrn.com.
- Pastor, L. en P. Veronesi (2012) Uncertainty about government policy and stock prices. *The Journal of Finance*, 67(4), 1219–1264.
- Rosch, D. en H. Scheule (2010) Securitization rating performance and agency incentives. Werkdocument op papers.ssrn.com.
- Skreta, V. en L. Veldkamp (2009) Ratings shopping and asset complexity: a theory of ratings inflation. *Journal of Monetary Economics*, 55(5), 678–695.
- Strobl, G. en H. Xia (2011) *The issuer-pays rating model and ratings inflation: evidence from corporate credit ratings*. Werkdocument op papers.ssrn.com.
- Sylla, R. (2002) A historical primer on credit rating agencies. In: R. M. Levich, G. Majnoni, C. M. Reinhart (red.) *Ratings, rating agencies and the global financial system*, Dordrecht: Kluwer, 19–40.
- Xia, H. (2012) *Can competition improve the information quality of credit ratings?* Werkdocument op papers.ssrn.com.