

Kapitaal

Rating agencies zien risico's stijgen

Wanneer in Nederland over obligaties wordt gesproken, worden hoofdzakelijk staatsleningen bedoeld. Het aantal leningen uitgegeven door industriële en handelondernemingen en financiële instellingen valt in het niet bij de emissie-activiteit van de Nederlandse staat. In het buitenland is het belang van de bedrijfsleningen veel groter. In de Verenigde Staten wordt slechts 25% van de leningen (van het bedrijfsleven buiten de financiële sector) verstrekt door banken. De rest wordt direct op de kapitaalmarkt aangetrokken. Beleggers die willen investeren in leningen die niet door de staat zijn uitgegeven eisen gewoonlijk een hoger rendement ter genoegdoening van de hoger ingeschatte risico's. Te denken valt aan de verhandelbaarheid, maar uiteraard ook aan de solvabiliteit van de debiteur. Het risico dat een onderneming niet aan haar verplichting tot betaling van rente en aflossing voldoet is allicht groter dan dat de staat zijn obligatiehouders in de kou laat staan. Daarnaast wisselt de kredietwaardigheid van de verschillende landen niet onbelangrijk. Hoe de risico's van de verschillende leningen ingeschat moeten worden is niet zo eenvoudig vast te stellen, zeker niet door de individuele belegger. Een uitgebreide analyse van de uitgevende instelling is vereist.

Rating-agencies

De verwachte toekomstige ontwikkeling van resultaten, cash flows, investeringen, enzovoort spelen een belangrijke rol. Er zijn speciale, meestal onafhankelijke, onderzoeksbureaus die zich bezighouden met soortgelijke analyses, de zogeheten rating-agencies. De bekendste hiervan zijn van origine Amerikaans: Standard & Poor's, Moody's, McCarthy, Fitch en Duff & Phelps. Deze instellingen geven een kwaliteits-rating aan financiële verplichtingen van ondernemingen en instellingen.

In Nederland verzorgt GIM een aantal ratings.

Standard & Poor's, waarvan de historie terug gaat tot 1860, is de grootste. De onderneming werd in 1966 overgenomen door het Amerikaanse uitgeversconcern McGraw Hill. Naast de rating-activiteiten onderscheidt Standard & Poor's een tweede groep, de Information Group, die beleggings-, financiële en handelsinformatie verzorgt.

Rating

De door de agencies gebruikte lettersymbolen vertegenwoordigen twee groepen, die met beleggingskwaliteit en de leningen die deze kwaliteit missen. Die met beleggingskwaliteit worden aangegeven met 'AAA' (triple A) voor de allerbeste kwaliteit, 'AA' en vervolgens 'A' voor iets minder en ten slotte 'BBB'. Voor de leningen met de rating 'BBB' geldt dat hier sprake is van voldoende vermogen voor het tijdig betalen van rente en aflossing, maar waar een verslechtering van het economisch klimaat dit vermogen kan aantasten. Beneden de kwaliteit triple 'B' komen de leningen die niet van beleggingskwaliteit zijn. De 'BB', 'B', 'CCC', 'CC' en 'C'. Ten slotte is er als laagste rating de 'D'-kwaliteit. Leningen met de rating 'D' zijn noodlijdend: rente en aflossing worden niet betaald, of de onderneming heeft surseance/faillissement aangevraagd. Lang niet alle leningen zijn overigens van een erkende rating voorzien.

Grote financiële belangen

De rating-agencies hebben een grote verantwoordelijkheid en belang binnen de financiële sector. Veel institutionele beleggers willen en mogen bij voorbeeld alleen maar beleggen in obligaties met ten minste een triple B rating van een erkende rating-agency. Het oordeel van de gekwalificeerde rating-agencies kan dus van verregaande invloed zijn op het beschikbaar beleggerspotentieel waar een uitgevende instelling zich op kan richten. Ter illustratie kan verwezen worden naar plannen van het Amerikaanse toezichthoudende orgaan, de SEC, om aan money market funds slechts toe te staan te beleggen in papier van beleggingskwaliteit. Dit betekent dat voor een bedrag van 15 miljard dollar aan leningen uit de portefeuilles zou moeten worden genomen. Voor Chrysler Financial, de op drie na grootste financieringsmaatschappij

in de VS met 10,6 miljard dollar aan uitstaand commercial paper, zou dit een jaarlijkse verhoging van de renterekening met 15 tot 20 miljoen dollar betekenen, daar een deel van de leningen, die nu nog bij money market funds is ondergebracht, duurder moet worden geherfinancierd. De rating agencies beschikken dus over een grote macht, en hoewel de reputatie van de belangrijke agencies nimmer wezenlijk ter discussie heeft gestaan, is er incidenteel wel eens gesuggereerd dat er misbruik wordt gemaakt van deze positie.

Credit watch

Het wijzigen van een rating is voor de betreffende uitgevende instelling een belangrijk gebeuren. Getracht wordt om dit niet al te plotseling te doen plaatsvinden. Voorafgaande aan een wijziging in de rating wordt een lening op de 'Credit watch'-lijst geplaatst. Wanneer de aanduiding daarbij 'positive' luidt betekent dit dat rekening kan worden gehouden met een verbetering van de rating. Dat 'negative' het tegenovergestelde betekent zal niet verwonderen. De toevoeging 'developing' wordt gebruikt wanneer zich rond een uitgevende instelling ontwikkelingen voordoen die zowel tot een verlaging als een verhoging van de rating kunnen leiden.

In de praktijk is er de laatste jaren sprake van meer verlagingen dan verhogingen van ratings. Dit zal niet verwonderen wanneer wordt bedacht dat de solvabiliteit internationaal, en niet in het minst in de VS, terugloopt. Aan het begin van de jaren tachtig was in de VS sprake van betalingsproblemen op leningen tot een bedrag van 1 miljard dollar per jaar. In de tweede helft van de jaren tachtig was dit opgelopen tot gemiddeld 3 miljard dollar, niettegenstaande de verbetering van de conjunctuur. De verslechtering van balansverhoudingen bleek van een groter gewicht. In 1990 steeg dit bedrag aan dubieuze leningen tot 14 miljard dollar en voor het lopende jaar houdt S&P zelfs rekening met 20 miljard dollar.

Het zijn overigens niet alleen bedrijfsleningen waarvan de rating wordt aangepast. Medio april kondigde Moody's aan de rating voor Italië, een van de meest actieve leners op de internationale kapitaalmarkt, in heroverweging te nemen. Een verlaging ten opzichte van de huidige triple 'A' status dreigt.

Financiële instellingen

Vorig jaar verlaagde de S&P de rating voor 768 leningen. Voor dit jaar wordt met een hoger aantal rekening gehouden. Vooral de financiële sector maakte een slechte beurt. Hier steeg het aantal verlagingen van de rating van 149 tot 411. Het aantal verhogingen van de rating daalde van 70 tot 44. Aan het begin van de jaren tachtig hadden 15 Amerikaanse banken een triple A rating. Alleen J.P. Morgan is hiervan over. S&P maakt zich overigens ook zorgen over de levensverzekeraars. Niet

ESB

alleen signaleert S&P hier problemen aan de actiefzijde van de balans, maar daarnaast is er ook sprake van premie-erosie. Een en ander betekent overigens niet dat het predikaat 'beleggingskwaliteit' niet meer van toepassing zou zijn voor de verzekeraars.

De trend is duidelijk. Hoewel het aantal leningen waarmee iets verkeerd gaat nog steeds erg klein is neemt het solvabiliteitsrisico wel toe. Des te belangrijker is het om tijdig een beeld te hebben van de goedheid van een debiteur en het risico dat hier een verslechtering in optreedt. De rating agencies vervullen hierbij een belangrijke rol.

Deze bijdrage is ontleend aan de tweeweekelijkse publicatie *Beleggen met Van Lanschot*.