

Europese regelgeving voor kredietbeoordelingsbureaus

Onlangs heeft de Europese Commissie een voorstel gedaan voor nieuwe wetgeving met betrekking tot kredietbeoordelingsbureaus. Het voorstel is echter overbodig en zal ertoe leiden dat investeerders nog meer dan nu al het geval is zullen gaan vertrouwen op de beoordelingen van zulke kredietbeoordelingsbureaus.

De kredietrisico's van overheden, financiële en niet-financiële instellingen worden beoordeeld door kredietbeoordelingsbureaus, zoals Fitch, Moody's en Standard & Poor's. Hoewel er veel kredietbeoordelingsbureaus zijn, wordt de markt gedomineerd door de drie grootste. Standard & Poor's en Moody's, allebei uit de Verenigde Staten, hebben een gezamenlijk marktaandeel van tachtig procent, terwijl het Engelse Fitch een marktaandeel heeft van vijftien procent. Potentiële investeerders gebruiken de kredietbeoordelingen om de kredietrisico's van financiële producten in te schatten.

Meer regulering

De financiële crisis heeft geleid tot de roep om meer regulering van kredietbeoordelingsbureaus en verbetering van het beoordelingsproces bij kredietrisico's. Volgens het *Financial Stability Forum* (FSF), dat bestaat uit vertegenwoordigers van nationale en internationale financiële autoriteiten en centrale banken, hebben slechte kredietbeoordelingen van complex gestructureerde kredietproducten door kredietbeoordelingsbureaus een grote rol gespeeld bij zowel het ontstaan als het verloop van de financiële crisis. Volgens het FSF kenden kredietbeoordelingsbureaus hoge beoordelingen toe aan complex gestructureerde *subprime*-schulden op basis van onvoldoende historische data en in sommige gevallen van onjuiste modellen.

Omdat kredietbeoordelingsbureaus worden betaald door het bedrijf dat het betreffende instrument uitgeeft, bestaat er een risico van belangenverstrengeling. Dit risico wordt nog groter wanneer kredietbeoordelingsbureaus ook consulterende diensten verkopen aan deze bedrijven en beoordelingen geven van het kredietrisico van deze bedrijven. Het vertrouwen in kredietbeoordelingsbureaus is negatief beïnvloed doordat ze heel traag hun beoordelingen aanpassen toen de problemen in de sub-primemarkt duidelijk werden.

De onrust op de financiële markten heeft laten zien dat sommige investeerders te veel hebben vertrouwd op de beoordelingen en in sommige gevallen hun

eigen oordeel volledig hebben vervangen door die beoordelingen. Het FSF benadrukt daarom dat investeerders kritisch zouden moeten kijken naar hun afhankelijkheid van kredietbeoordelingen. Het FSF bepleit echter geen nieuwe regelgeving, maar aanscherping van het huidige regime dat bestaat uit een niet-bindende gedragscode, de zogenaamde *IOSCO Code of Conduct*, en zelfregulering. Desondanks heeft de Europese Commissie onlangs een voorstel tot regulering van kredietbeoordelingsbureaus ingediend. De Europese Commissie betwijfelt namelijk of zelfregulering gebaseerd op vrijwillige naleving van een gedragscode voldoende is. In haar voorstel onderscheidt de Commissie vier doelen die moeten leiden tot verbetering van de beoordeling van kredietwaardigheid. Ten eerste wil de Commissie verzekeren dat kredietbeoordelingsbureaus belangenverstrengeling in het beoordelingsproces vermijden of daar op zijn minst zorgvuldig mee omgaan. Ten tweede streeft de Commissie naar verbetering van de kwaliteit van de methodologie die wordt gebruikt door kredietbeoordelingsbureaus en de kwaliteit van de beoordelingen. Ten derde wil de Commissie de transparantie van de bureaus verbeteren. Ten slotte streeft de Commissie naar een efficiënt registratie- en toezicht raamwerk, het vermijden van *forum shopping* en regelgevingsarbitrage tussen verschillende rechtsgebieden binnen de EU.

Volgens de Europese Commissie is EU-wetgeving de enige manier om investeerders en financiële markten voldoende te beschermen tegen de risico's van foutieve beoordelingen door kredietbeoordelingsbureaus. De Commissie benadrukt echter dat investeerders zelf een beoordeling dienen te maken bij voorgenomen investeringen en niet blindelings moeten vertrouwen op die bureaus. De Europese Commissie stelt niet voor om de wijze waarop de kredietbeoordelingsbureaus worden gefinancierd aan te passen.

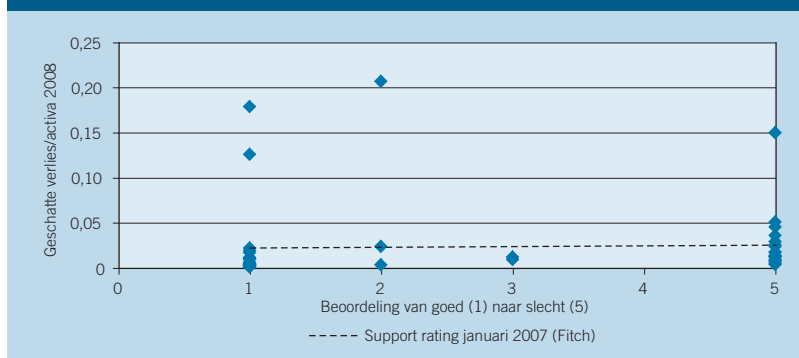
Toch maar zelfregulering

De vraag is echter in hoeverre het voorstel van de Europese Commissie verschilt van zelfregulering gebaseerd op de IOSCO-code. Dit kan beantwoord worden aan de hand van een nadere analyse van de registratie van kredietbeoordelingsbureaus, de gedragsregels voor geregistreerde bureaus, en het handhavingsregime (Amttenbrink en De Haan, 2009). Kredietbeoordelingsbureaus die onder de voorgestelde wetgeving vallen, worden verplicht om zich binnen zes maanden nadat de wetgeving van kracht is geworden te laten registreren. Het is echter niet

**EELCO ZANDBERG,
FABIAN AMTENBRINK
EN JAKOB DE HAAN**
Student onderzoeksmaster aan de Rijksuniversiteit Groningen, hoogleraar aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en hoogleraar aan de Rijksuniversiteit Groningen.

Figuur 1

De relatie tussen kredietbeoordelingen en verwachte verliezen van banken.



Bron: Eigen berekeningen

duidelijk aan welke voorwaarden een kredietbeoordelingsbureau moet voldoen om in aanmerking te komen voor registratie. Op het eerste gezicht lijkt de registratie een grote verandering ten opzichte van de zelfregulering gebaseerd op de IOSCO-code, omdat de laatste niet in registratieverplichting voorziet. Deze conclusie is echter onjuist omdat er op dit moment al een vergelijkbare registratieprocedure binnen de Europese Unie bestaat. Volgens de Richtlijn Kapitaalvereisten (CRD, *Capital Requirements Directive*) mogen banken het risico van financiële instrumenten onder bepaalde voorwaarden bepalen aan de hand van beoordelingen. Een van die voorwaarden is dat het betreffende beoordelingsbureau is geregistreerd. Het Commissievoorstel bevat specifieke regels betreffende onafhankelijkheid, het voorkómen van belangenverstremming, de kwaliteit van kredietbeoordelingen, openbaarheid en transparantie. De meeste van deze regels zijn echter gebaseerd op de IOSCO-code, ook al zijn sommige onderdelen wat specifiek geformuleerd in het voorstel van de Europese Commissie. De meeste kredietbeoordelingsbureaus houden zich al op vrijwillige basis aan deze code. Als zij zich houden aan de IOSCO-code en aan de regels uit het voorstel van de Europese Commissie, biedt dat echter geen garantie dat de beoordelingen correct zijn. Ook in het voorstel van de Europese Commissie toetst de toezichthoudende instantie namelijk niet of de beoordelingen correct zijn. Het dwingende karakter van het Commissievoorstel is natuurlijk het grootste verschil met de IOSCO-code, die op vrijwillige basis wordt gevolgd. Als een kredietbeoordelingsbureau een aanbeveling uit de IOSCO-code niet volgt, dient het uit te leggen waarom dat gebeurt. Indien een bureau ernstig wangedrag vertoont, is het in het voorstel van de Commissie mogelijk om de registratie van dat bureau in te trekken. Het is erg lastig, zo niet onmogelijk, te voorspellen wat het effect van de voorgestelde wetgeving zou zijn geweest op de ontwikkelingen van de afgelopen jaren wanneer deze wetgeving al van kracht zou zijn geweest. Het lijkt echter onwaarschijnlijk dat de problemen in met name de markt voor gestructureerde kredietproducten zouden zijn voorkomen met deze wetgeving. Een groot verschil is dat de kredietbeoordelingsbureaus duidelijk moeten maken dat hun beoordelingen van gesecuritiseerde instrumenten niet vergelijkbaar zijn met de beoordelingen van niet-gesecuritiseerde instrumenten. Maar ook de IOSCO-code, die na het ontstaan van de crisis is aangescherpt, beveelt aan dat kredietbeoordelingsbureaus een duidelijk onderscheid maken tussen beoordelingen van traditionele instrumenten, zoals obligaties, en gestructureerde instrumenten. Het is echter twijfelachtig of dit investeerders ervan zou hebben weerhouden deze producten te kopen. Een tweede verschil is dat er meer informatie beschikbaar zou zijn geweest over de methodes die gebruikt worden door kredietbeoordelingsbureaus. Volgens Benmelech en Dlugosz (2008) werden deze methodes destijds echter ook al voldoende begrepen door de financiële instellingen die de gestructureerde instrumenten uitgaven.

Betrouwbaarheid beoordelingen

De betrouwbaarheid van beoordelingen is beperkt. Ter illustratie presenteert figuur 1 de relatie tussen de kredietbeoordelingen van een aantal grote banken

door Fitch en de verwachte verliezen van diezelfde banken over 2008, gecorrigeerd voor de omvang van de betreffende bank gemeten aan de hand van de activa van de bank. Op de horizontale as staat de *support rating* zoals die is vastgesteld door Fitch en die weergeeft hoe groot Fitch de kans acht dat een bank door externe partijen kan en zal worden ondersteund wanneer dat nodig mocht zijn. Hoe hoger de rating, hoe slechter de kredietwaardigheid. De lijn is een regressielijn, die het lineaire verband tussen de beoordeling van Fitch in januari 2007 en de in september 2008 verwachte verliezen van de banken weergeeft. De relatie tussen de kredietbeoordelingen en de verwachte verliezen van banken is op zijn best zwak te noemen, wat betekent dat kredietbeoordelingen nauwelijks tot geen voorspellende waarde voor de winstgevendheid van banken hebben. De grootste verliezen komen voor bij de banken met de beste beoordelingen. Hieruit kan geconcludeerd worden dat het niet verstandig is om als investeerder blindelings te vertrouwen op de kredietbeoordelingen van de kredietbeoordelingsbureaus. De nieuwe wetgeving, zoals die is voorgesteld door de Europese Commissie, zou echter als gevolg kunnen hebben dat investeerders dit zelfs in sterkere mate zullen gaan doen omdat ze het idee hebben dat door het verscherpte toezicht de beoordelingen betrouwbaarder zullen zijn. Terwijl de Europese Commissie er juist naar streeft dat gebruikers van kredietbeoordelingen niet te veel vertrouwen op de beoordelingen, bestaat er een duidelijk risico dat investeerders zullen blijven vertrouwen op de beoordelingen van de kredietbeoordelingsbureaus zodra deze onder het voorgestelde toezicht zijn geplaatst.

Conclusie

Verscherpt toezicht op kredietbeoordelingsbureaus in de vorm van expliciete wetgeving is geen goed idee. Het zorgt ervoor dat investeerders, nog meer dan nu al het geval is, blindelings zullen gaan vertrouwen op de kredietbeoordelingen van die bureaus. De kwaliteit van deze beoordelingen laat echter te wensen over. Zo blijkt dat kredietbeoordelingen van een aantal grote banken weinig voorspellende waarde hebben voor de verliezen die deze banken de afgelopen tijd hebben geleden. De kwaliteit van de beoordelingen zal niet anders worden onder het voorgestelde regime, want juist de kwaliteit van de beoordelingen wordt niet gecontroleerd. Ook laat het voorstel ten onrechte de financiering van de kredietbeoordelingsbureaus in tact. Handhaving van de verder aangescherpte IOSCO-code in plaats van nieuwe regulering heeft daarom de voorkeur.

LITERATUUR

Antenbrink, F. en J. de Haan (2009) *Regulating credit rating agencies in the European Union: a critical first assessment of the European Commission proposal*. SSRN werkdokument nr 1394332. Amsterdam: Vrije Universiteit.
 Benmelech, E. en J. Dlugosz (2008) *The alchemy of CDO rating*. Harvard Business School werkdokument, Cambridge, Mass.: HBS. SINDS 1916