

Crisis en de co-productie van ratings

AUTEUR Manuel Aalbers

FOTOGRAFIE Christopher Robin Baker

ILLUSTRATIE R.J. Matson

Het doorverkopen van hypotheekportefeuilles ligt aan de basis van de kredietcrisis die zich vanaf 2007 vanuit de Verenigde Staten als een olievlek over de wereld verspreidde. Maar wat ging er eigenlijk precies mis? Hoe kwamen de te hoge beoordelingen tot stand? Een ontluisterend verhaal over de samenwerking tussen investeringsbanken en 'credit rating agencies'.

In de meeste ingrijpende economische crises speelt de vastgoedmarkt een grote rol. Dat is niet zo gek want de residentiële vastgoedmarkt, de woningmarkt, is uniek in haar positie tussen geavanceerde financiële markten en de basisbehoeften van een mens. Alleen internationale voedselmarkten en pensioenfondsen delen een dergelijke positie met de woningmarkt. Voor veel huishoudens is de aankoop van een woning de grootste aankoop van hun leven en bepaalt de economische waarde van een woning hun economische en sociale positie. Bij overwaarde voelt men zich vaak de koning te rijk, terwijl als men 'onderwater' zit - dat wil zeggen dat de uitstaande hypotheeklening groter is dan de economische waarde - bijna gedwongen is niet te verhuizen en te blijven zitten waar men zit, ook als de buurt verloedert of men elders beter werk kan vinden.

Tegelijkertijd zijn hypotheekleningen sinds de jaren tachtig veranderd van een simpel financieel product om eigenwoningbezit mogelijk te maken in een complex financieel product dat mondiaal verhandeld wordt. Hiermee is een hypotheek zowel gebonden aan een huishouden als aan financiële markten en is ze zowel lokaal als mondiaal. Hierdoor werd de hypotheek bij uitstek het product dat een economische crisis kon verspreiden en voelbaar maken. Het doorverkopen van hypotheekleningen is zeker niet de enige oorzaak van de crisis en misschien niet eens de belangrijkste, maar in symbolische zin wel de duidelijkste. Hoe schimmig het securitiseren en doorver-

kopen van hypotheekleningen als 'residential mortgage backed securities' (RMBS) soms ook mag zijn (geweest), het is nog altijd duidelijker te begrijpen dan de constructie van 'collateralized debt obligations' (CDO's) en 'credit default swaps' (CDS's), ook al waren die vaak gebaseerd op RMBS. In dit artikel ga ik in op de mondialisering van hypotheekleningen via securitisatie en in het bijzonder op de interactie tussen 'credit rating agencies' en investeringsbanken in het securitisatieproces.

Bundelen, opknippen, doorverkopen

Waarom zijn hypotheekleningen eigenlijk samengevoegd en doorverkocht? In de nasleep van de kredietcrisis van eind jaren tachtig vond vooral in de Verenigde Staten maar ook elders een deregulering van financiële markten plaats. 'Savings and loans institutions' (Verenigde Staten) en 'building societies' (Verenigd Koninkrijk) haalden lokaal spaargeld op en leenden dit ook weer lokaal uit. Vraag en aanbod sloten niet altijd goed op elkaar aan: het geld kon in de ene regio beschikbaar zijn en juist in een andere regio nodig. Om dit te ondervangen, werden twee oplossingen bedacht. Ten eerste werd schaalvergroting makkelijker gemaakt via wetgeving die financiële instellingen toestond in het hele land werkzaam te zijn. Ten tweede werd de particuliere spaar- en leenmarkt gekoppeld aan andere financiële markten, zoals die voor obligaties, leningen en andere waardepapieren, zodat geld vrijer kon bewegen tussen plaatsen en markten.

In de praktijk kwam het erop neer dat overheden het doorverkopen van hypotheekleningen stimuleerden. Bij deze zogenoemde securitisatie bundelt een tussenpersoon een pakket hypotheekleningen, om deze vervolgens op te knippen en in stukjes door te verkopen aan investeerders. De investeerders hebben dan recht op de betalingsstroom die voortkomt uit hypotheekleningen. Het bundelen en weer opknippen van hypotheekleningen verloopt via gespecialiseerde instellingen. In de Verenigde Staten zijn de belangrijkste actoren op deze



Beslagleggingen op onroerend goed zijn schering en inslag in de VS

markt Fannie Mae en Freddie Mac. Zij dreigden in 2008 om te vallen en zijn toen genationaliseerd. Daarnaast zijn investeringsbanken als Goldman Sachs en Morgan Stanley actief als verpakkers en doorverkopers. De investeerders zijn vaak banken die aan risicospreiding wilden doen, maar ook pensioenfondsen (waaronder alle grote Nederlandse) en overheidsfondsen, bijvoorbeeld uit het Midden-Oosten en Oost-Azië. Hoewel een individuele hypotheek nog steeds zeer lokaal in origine is, zijn de eindinvesteerders verspreid over de hele wereld. Zonder dat de meeste mensen het wisten, was de lokale hypotheekmarkt niet alleen nationaal geworden, maar tevens internationaal. De waarde van een Californische hypotheek is nu verbonden aan een Birminghamse hypotheek, doordat ze dezelfde eindinvesteerder kunnen hebben, maar ook omdat ze voor de doorverkoop als RMBS beoordeeld worden door dezelfde organisaties.

Een hypotheek werd bij uitstek het product dat een economische crisis kon verspreiden en voelbaar maken

In theorie beoordelen de 'credit rating agencies' (CRA's) RMBS volgens vaste maatstaven en in computerprogramma's vooraf vastgelegde standaarden. Het was op papier hetzelfde als een theorie-examen om je rijbewijs te halen: je kunt eindeloos oefenen en als je dat goed doet, weet je van tevoren de uitslag al. De CRA's bekijken vervolgens een steekproef van de hypotheek die deel uitmaken van de RMBS, zeg maar een praktijkexamen, en geven vervolgens een eindoordeel waarbij de AAA-rating het hoogst haalbare is.

Hoe optimaliseer je een RMBS?

Nu de praktijk. Fannie Mae en Freddie Mac boden en bieden over het algemeen redelijk gestandaardiseerde producten aan. Fannie en Freddie hanteerden tot aan het begin van het vorige decennium sterke kwaliteitseisen ten aanzien van de hypotheek die zij opkochten: de hypotheeklening mocht niet te groot zijn in absolute zin en in relatieve zin moest zij in verhouding staan tot het inkomen van de eigenaar en de waarde van de woning. Ook kochten Fannie en Freddie alleen standaardleningen op: geen ingewikkeld gedoe als spaarhypotheek, investeringshypotheek en ook geen 'subprime'-hypotheek. Risicospreiding daarbinnen was wel van belang, dus werden kleine leningen bij middelgrote leningen gestopt en werden leningen uit Californië bij leningen uit New York en tientallen andere staten gestopt. Hoe meer verschillende groottes van leningen en hoe meer verschillende staten en verschillende gemeentegroottes, des te beter.

De investeringsbanken gingen een paar stappen verder. Vanaf de jaren tachtig van de vorige eeuw begonnen zij zich te richten op het opkopen, verpakken, opknippen en doorverkopen van risicovolle hypotheek waar Fannie en Freddie niet geïnteresseerd in waren, zoals grote hypotheek en vooral subprime-hypotheek. Net als Fannie en Freddie deden zij ook aan risicospreiding naar grootte en locatie. Als je die risicovolle hypotheek maar genoeg verdunde met goede hypotheek, kon je er alsnog een hoge beoordeling voor krijgen van de CRA's.

Vervolgens pasten de investeringsbanken de zogenaamde techniek van 'tranching' toe: duizenden samengebundelde hypotheek werden doorverkocht als tranches. De eerste en grootste tranche gaf het eerste recht op uitbetaling. De tweede tranche het tweede recht op uitbetaling en zo voort. Als er bijvoorbeeld vijf tranches waren, dan kregen bij eventuele problemen met aflossingen de eerste vier tranches eerst uitbetaald en konden de kopers van de vijfde tranche naar hun geld fluiten. Daarom kreeg zo'n vijfde tranche een lagere

SOPHISTICATED INVESTORS CHEAT SHEET

UNDERSTANDING CREDIT RATINGS

AAA	PRIME JUNK	BB-	HIGHLY SPECULATIVE ONLY A SUCKER WOULD BUY THIS JUNK
AA+	HIGH GRADE TOO BIG TO FAIL JUNK	B+	
AA		B	
AA-		B-	
A+	UPPER MEDIUM GRADE DESIGNED TO FAIL JUNK	CCC+	A SUCKER IS BORN EVERY MINUTE JUNK
A		CCC	
A-		CCC-	YOU NEVER KNOW - A GERMAN BANK MIGHT BUY THIS JUNK
BBB+	LOWER MEDIUM GRADE LOSE YOUR SHIRT JUNK	CC	
BBB		DDD	IN DEFAULT (THE SELLER COULD NOT OR WOULD NOT PAY US TO RATE THIS)
BBB-		DD	
BB+	D		
BB	F		

MATSON

caglecartoons.com ST. LOUIS POST-DISPATCH

De dubieuze kwaliteit van ratings

rating met als gevolg een lagere prijs. De laagste tranche was dus een hoogrisicoinvestering die gepaard ging met een lage prijs en een hoge winst, zolang het goed ging. De eerste en grootste tranche was juist een laagrisicoinvestering die gepaard ging met een hoge rating (AAA), een relatief hoge prijs en een redelijk vaststaande winst. De eerste tranche werd bijvoorbeeld verkocht aan pensioenfondsen die zaten te springen om laagrisicoinvesteringen en de laatste tranche aan investeerders die meer risico's willen nemen met kans op een hoger winstpercentage.

De investeringsbanken die de RMBS en deze tranches ontworpen gingen vervolgens rommelen aan alle parameters. De eerste tranche werd opgerekt, de laatste tranche juist geminimaliseerd, zodat er meer RMBS met een AAA-rating en een hoge prijs konden worden verkocht. Ook gingen ze de standaard hypotheek vermengen met meer risicovolle hypotheek. Die laatste hadden vaak een hoger rentepercentage en leverden dus meer op waardoor de mogelijke uitkering die de eindinvesteerders in RMBS tegemoet konden zien naar boven kon worden bijgesteld en de prijs van die RMBS vervolgens ook. Bovendien dacht men dat het geen probleem zou zijn als iemand zijn hypotheek niet kon aflossen: dan kon de woning worden verkocht en met de opbrengst kon de hypotheek alsnog worden afgelost. Dat was wat onhandig, maar (b)leek geen probleem zolang de woningprijzen maar bleven stijgen.

De lagere tranches met hogere risico's werden lang niet altijd

verkocht. Vaak lieten de investeringsbanken ze op hun eigen balans staan: ze konden immers veel opleveren. (Kort voor het uitbreken van de crisis bleven deze tranches vaak op de balans staan omdat het steeds moeilijker werd kopers te vinden omdat langzaam duidelijk werd hoe hoog de risico's waren en hoe klein de winstuitkeringen.) De investeringsbanken gebruikten de langere tranches ook vaak voor de volgende fase van opknippen en herverpakken, bijvoorbeeld als CDO. Dan kon de eerste, nu iets kleinere tranche, vervolgens weer een AAA-rating krijgen en de lagere tranches konden nogmaals worden opgeknipt en herverpakt als 'CDO-squared', etc. Op het herverpakken van RMBS als CDO en vervolgens als CDO-squared kan ik hier niet verder ingaan, ook al is het een belangrijk onderdeel van het hele proces.

Exit quants, enter voetvolk

Maar hier bleef het niet bij. In de afgelopen jaren heb ik in New York tientallen (voormalige) betrokkenen bij de samenstelling en beoordeling van RMBS en CDO's gesproken en daaruit blijkt dat de CRA's betrokken zijn bij het ontwerp van de RMBS en de investeringsbanken zeer veel druk uitoefenen op de CRA's die hun RMBS moeten beoordelen. In het beeld dat de media heeft gecreëerd van het securitisatieproces worden de RMBS volledig ontworpen door computerprogramma's die zijn geprogrammeerd door zogeheten 'quants', bèta-nerds die de investeringsbanken in dienst nemen om

zo winstgevend mogelijke producten te ontwerpen. In de praktijk zit er echter een stap tussen de door de computerprogramma's ontworpen RMBS en de rating daarvan. Een team van relatief laag geplaatst personeel, het voetvolk, neemt de RMBS onder handen en gebruikt daarvoor termen als 'fabrication', 'optimizing', 'twitching', 'upgrading' en 'maxing out'.

Het ultieme doel van deze fase van het securitisatieproces is om de AAA-tranche te vergroten en zo veel mogelijk risico af te schuiven op zo hoog mogelijke beoordeelde tranches. Zoals een van hen verklaarde: "Er is altijd een drempel, weet je. Wat je wilt doen, is om de drempel zo weinig mogelijk te passeren. Laten we zeggen dat je 100 nodig hebt om AAA te krijgen, dan wil je niet 101 scoren en zeker geen 110 omdat je dan een aantal goede producten hebt verwanseld die je zou kunnen gebruiken om een andere score te upgraden." Maar bij 100 stopt men ook niet. De werknemer van de investeringsbank zal proberen met een werknemer van een CRA samen te werken om vervolgens te zorgen dat zelfs een RMBS met een score van bijvoorbeeld 98 als AAA kan worden verkocht. De normen en standaarden staan voortdurend onder druk, want als het is gelukt 98 als AAA te slijten, zal hij of zij vervolgens proberen 97 als AAA te slijten – een 'race to the bottom'.

De rol van de CRA's hierin is niet bepaald passief. Zoals een geïnterviewde verklaarde: "Het is vrij eenvoudig. We vertellen hen [de CRA's] welk product we willen verkopen en ze vertellen ons hoe je een goede rating kunt krijgen. Dan werken we de details uit en stuur je ze het pakket. Ze kijken naar de details en laten ons weten wat we nodig hebben om een goede rating te krijgen. Dus in zekere zin maken ze onze producten beter." Vervolgens houden beide partijen contact met elkaar: telefoongesprekken en bezoeken kunnen deel uitmaken van het proces.

"Er is altijd een drempel, weet je. Laten we zeggen dat je 100 nodig hebt om AAA te krijgen, dan wil je niet 101 scoren"

Ook nemen de CRA's steekproeven van de RMBS die hen ter beoordeling worden voorgelegd. Stel de CRA neemt een steekproef van 1 procent en stelt vast dat de helft daarvan uit troep bestaat, dan liggen twee conclusies voor de hand. Ten eerste: als het een goede steekproef is, zou de helft van de RMBS uit troep kunnen bestaan. Ten tweede: misschien is de steekproef niet erg representatief; laten we een grotere steekproef bestuderen. In de aanloop naar de crisis werd het echter steeds gebruikelijker om de steekproef niet als representatief te beschouwen maar als toevallig. Zo werd de investeringsbanken gevraagd het slechte half-procent te repareren, maar werd de uitkomst van de rating-computerprogramma's gebruikt voor de beoordeling van de 99 procent waarvan geen steekproef was genomen. Zelfs een beginner in de statistiek kan begrijpen dat dit niet de bedoeling van de steekproef was. Toch gebeurde het tussen 2004 en 2008 volop.

Co-design en co-productie

De CRA's hadden de RMBS vaak een hoge waardering gegeven en veel investeerders vertrouwden hier blind op. Het ging echter fout toen begin 2007 steeds meer mensen hun hypotheek niet langer konden afbetalen. De jaren ervoor konden ze hun lening bij verkoop nog aflossen omdat de huizen in waarde stegen, maar toen de woningprijzen begonnen te dalen, betekende verkoop vaak dat de lening niet kon worden afgelost. Bovendien was de prijs van veel RMBS gebaseerd op de snel oplopende rentepercentages van de hypotheek: sommige leningen begonnen met een aantrekkelijke instaprente van 2 à 3 procent om na een paar jaar op te lopen tot bijvoorbeeld 8 à 16 procent. Toen mensen niet meer aan de sterk stijgende betalingsverplichtingen konden voldoen, nam niet alleen de opbrengst van de RMBS snel af, maar ook hun waarde. En dat gaf een sneeuwbaaleffect: omdat verschillende financiële instellingen de RMBS hadden gekocht met geleend geld, werden andere instellingen huiverig hen nog geld te lenen. De ene na de andere Amerikaanse investeringsbank viel om.

De inmenging van CRA's in het ontwerp van RMBS en van de investeringsbanken in de beoordeling daarvan, gaat zo ver dat we kunnen spreken van 'co-design' van de RMBS en 'co-productie' van de ratings. De situatie met het verkeerde gebruik van steekproeven lijkt momenteel verleden tijd: steekproeven worden weer gebruikt als representatieve steekproef, maar co-design en co-productie zijn niet helemaal verdwenen uit het securitisatieproces. Hoewel de CRA's zich minder onder druk laten zetten door de investeringsbanken is het businessmodel er nog steeds een waar de ontwerper van de RMBS betaalt en zelfs alleen hoeft te betalen als de rating hem of haar bevalt. De recente veranderingen in de regulering van de financiële sector in het algemeen en de CRA's in het bijzonder hebben dit probleem volledig genegeerd.

Manuel Aalbers (M.B.Aalbers@uva.nl) is universitair docent Sociale Geografie en Planologie aan de Universiteit van Amsterdam.

Literatuurselectie

- Aalbers, M.B. (2008) The financialization of home and the mortgage market crisis. *Competition & Change* 12, nr. 2, pp. 148-166.
- MacKenzie, D. (2011) The credit crisis as a problem in the sociology of knowledge. *American Journal of Sociology* 116, nr. 6, pp. 1778-1841.
- Sinclair, T. (2005) *The New Masters of Capital*. New York: Cornell University Press.
- Wainwright, T. (2012) Building new markets: Transferring securitization, bond-rating, and a crisis from the US to the UK. In: M.B. Aalbers (red.) *Subprime Cities: The Political Economy of Mortgage Markets*, pp. 97-119. Oxford: Wiley-Blackwell.