

Accountants, toezichthouders en de hypotheekcrisis van 2007

Crisislessen



Ligt er voor 'markt-monitors' niet een taak als ze weten dat ook insiders niet weten waar zich risico's ophopen?

De tot mondiale proporties uitgegroeide 'hypotheekcrisis' heeft naast de risico's van financiële derivaten ook de rol van toezichthouders weer volop in de schijnwerpers gezet. Welke lessen kunnen worden getrokken? Hadden accountants de problemen eerder kunnen signaleren?

BERT BAKKER

'As the summer passed, the sound and responsible spokesmen decried (veroordeelden) not the increase in brokers' loans, but those who insisted on attaching significance to this trend. There was a sharp criticism of the prophets of doom.'

Een quote uit een recent Amerikaans kranten-artikel? Nee. Het zijn regels uit het boek 'The Great Crash 1929' (hoofdstuk IV, The Twilight of Illusion), geschreven door de Amerikaanse

Jules Muis: 'Ik vermoed dat de kiem van wat er in de financiële markten gebeurde, door accountants is gezien.'

econoom John Kenneth Galbraith in 1954. Maar de parallel met de teneur in de discussies die nu worden gevoerd over de oorzaken van de bancaire vertrouwenscrisis in de nazomer van 2007, is wel opvallend. Valt daaruit af te leiden dat de mens niet van zijn fouten leert? Sommigen vrezen het. Vooral degenen die de laatste jaren al hamerden op de risico's van de explosieve groei van allerlei nieuwe beleggingsvehikels die gebruikmaken van complexe afgeleide financiële instrumenten. Constructies die bovendien zijn opgetuigd met een forse leverage van kortlopende leningen. De MBS's (mortgage backed securities) en CDO's (collateralised debt obligations) op basis van subprime hypotheekleningen, waar de aandacht zich nu op richt, zijn maar enkele van de vele voorbeelden.

Maar zijn wezenlijke risico's die in potentie de stabiliteit van ons financiële systeem bedreigen inderdaad onopgemerkt gebleven, of genegeerd? En kun je zeggen dat de 21ste

eeuwse prophets of doom hun gelijk kregen op het moment dat de centrale banken van Europa en Amerika gedwongen waren de kredietmarkten met tientallen miljarden dollars en euro's liquide te houden? Of waren die maatregelen wél adequaat en ook tijdig dankzij goed werkende signalerings-systemen?

Systeemrisico's

Op het moment dat dit geschreven wordt, eind september, kan geen belegger meer onwetend zijn over de verliezen die diverse financiële instellingen leden. Iedereen weet waar inmiddels klappen gevallen zijn. Bij Amerikaanse partijen die direct of indirect in de subprime-hypotheekmarkt opereerden zoals Bear Sterns. Bij zwaar gehefboomde hedge- en private equity-fondsen, die hun rentekosten scherp zagen stijgen. Maar ook bij de Duitse bank IKB, het Britse Northern Rock, en in Nederland bij het fonds Hiax en NIBC. Niemand zal ontkennen dat er sprake was van domino- en zogeheten tweederonde-effecten, dus van systeemrisico's.

Maar de markten reageren laconiek. De meeste effectenbeurzen herstelden zich snel van de korte inzinking begin september, en staan weer op niveaus dicht bij de records van het jaar 2000. De rente op staats- en eerste klas bedrijfsobligaties is stijgende, maar schommelt nog steeds rond het vertrouwenwekkend lage percentage van zo'n vijf procent. Is het misschien toch waar dat instrumenten waarmee kredietrisico's kunnen worden overgedragen de stabiliteit van het financiële stelsel niet ondermijnen maar juist versterken? Bijvoorbeeld omdat die risico's uiteindelijk terecht komen in de portefeuilles van pensioenfondsen, waar eventuele verliezen wel pijnlijk zijn, maar niet meer tot systeemrisico's leiden? ►



FOTO: ROB MEULEMANS/DNB

Nout Wellink: 'Er is sprake van een soort mismatch.'

'1.200 miljard euro'

Medio september 2007 sprak president Nout Wellink van De Nederlandsche Bank tijdens een vergadering van Europese ministers van financiën in Portugal over de noodzaak om de vermogens-eisen die volgens Basel II aan banken worden gesteld, nauwkeuriger te bepalen. Als daaraan gehoor wordt gegeven kan dat leiden tot een andere manier waarop banken ook latente risico's in de boeken weergeven.

Hij richtte zich op de praktijk dat banken de gesecuritiseerde beleggingsvehikels waarin hypotheekleningen en financieringen van hedgefonds de activa vormen, en schuldtitels met korte looptijden de passiva, niet op hun eigen balans tonen. Basel II schrijft voor dat banken voor elke honderd euro die ze als lening op hun balans hebben staan, een naar risicograad gewogen bedrag als buffer (eigen vermogen) moeten aanhouden (onder Basel I zou dat acht euro zijn geweest). Als die vehikels precies zo zouden werken als een beleggingsfonds, zou het logisch zijn dat ze niet op de balans te vinden zijn. Maar deze instrumenten werken anders. Als de externe funding van die vehikels opdroogt, hebben de banken toch een morele - en soms contractuele - plicht om met eigen middelen in te springen. Er is dus sprake van een soort mismatch.

Nú geldt, dat pas als de markt nieuwe schuldtitels niet wil afnemen en banken zelf voor financiering moeten zorgen, ze die lening op hun balans moeten zetten, dus daarvoor eigen vermogen moeten vrijmaken. Wellink verwees naar schattingen die aangeven dat banken in het meest sombere geval voor 1.200 miljard euro extra aan leningen op hun balans moeten zetten. Aan de onhelderheid moet volgens de bankpresident een eind komen door eenduidigheid ten aanzien van de wijze van berekenen van de solvabiliteitsregels.

Lont uit kruitvat?

Als het klopt dat efficiënte en transparante markten alle beschikbare informatie meteen in de prijzen van effecten verwerken, dan kan er dus niet al te veel aan de hand zijn. Je kunt verdedigen dat centrale banken de lessen uit eerdere kapitaalmarktcrises wel leerden, en dat de remedies conform best practice zijn toegepast. De domino-effecten lijken immers adequaat met royale geldinjecties geneutraliseerd. De Fed, het stelsel van centrale banken in de VS, bracht rust in de markt door de korte rente te verlagen. En de Amerikaanse regering zegde garanties toe voor burgers die hun hypotheeklasten niet kunnen voldoen. Risico heeft weer een prijs, maar de lont is uit het kruitvat, zou je kunnen zeggen. Dus terug naar de orde van de dag.

Is het zo simpel? Kunnen we eraan voorbijgaan dat er bij toezichthouders geen bel ging rinkelen - althans niet hoorbaar voor de buitenwereld - toen Amerikaanse verstrekkers van hypotheekleningen op grote schaal huizen financierden voor klanten die die huizen eigenlijk niet konden betalen? Wetend dat ze de risico's van niet tijdig aflossen simpel konden afkopen door hun vorderingen met een korting naar andere partijen door te schuiven?

Hoefte het geen consequenties te hebben dat er geen rood lampje ging branden toen partijen die deze overgenomen hypotheekvorderingen herverpakten in 'fondsjes' - de zogeheten MBS's, CDO's en conduits - die een off-balance-sheet-leven leidden, maar geen rekening hielden met de mogelijkheid van afbetalings-

problemen door daling van de huizenprijzen? En dat bij problemen met de herfinanciering die instrumenten toch weer op de balans zouden moeten verschijnen?

Ligt er voor 'marktmonitors', in welke hoedanigheid dan ook, niet een taak als ze weten dat ook insiders niet echt weten waar zich bepaalde risico's ophopen, nu derivaten de mogelijkheid bieden om die risico's in elke denkbare vorm te verhandelen?

Waarschuwendende werking

Jules Muis, oud-NIVRA-voorzitter en voormalig directeur-generaal van de interne accountantsdienst van de Europese commissie, vindt van wel. Deze bestendige criticus van accountants die aan de lopende band goedkeurende verklaringen afgeven, ook als ze weten dat ze bepaalde risico's niet ten diepste doorgronden, deed in het laatste septembernummer van 'de Accountant' een oproep aan de beroepsgroep om zijn maatschappelijke verantwoordelijkheid weer inhoud te geven. "Accountants horen en zien natuurlijk veel meer dan wat je terugleest in accountantsverklaringen en toelichtingen op de jaarrekening. Ik vermoed dat de kiem van wat er in de financiële markten gebeurde, door accountants gezien is."

Muis stelt zich voor dat accountants, zonder cliëntennamen te noemen, in rondetafelgesprekken zulke observaties en trends kunnen signaleren en bespreken. "Als ze de neerslag daarvan in een publiek stuk zouden verwerken, dan zou daar een belangrijke waarschuwendende werking vanuit kunnen gaan."



Gerrit Zalm: 'Als een instelling eenzelfde lening nu nooit meer tegen dezelfde voorwaarden zou willen verstrekken, dan is het de vraag of er geen herwaardering moet plaatsvinden.'

Kwestie van risico-inschatting

Hoewel er in de accountantswereld naar aanleiding van de crisis in de kredietmarkt druk overlegd wordt over eventueel noodzakelijke vaktechnische aanpassingen en andere de mogelijke gevolgen (aansprakelijkheden!), is een luide roep om beter gereedschap - lees uitvoeriger regelgeving - niet echt aan de orde.

Een partner van een big four accountantskantoor gespecialiseerd in IFRS en de boekhoudkundige verwerking van derivaten en gestructureerde producten, maar anoniem sprekend wegens betrokkenheid bij een cliënt die met de *subprime*-crisis te maken heeft, zegt: "Ik verzet me tegen het idee dat we de problemen die ontstonden door de *subprime*-crisis, eerder hadden kunnen signaleren met meer specifieke boekhoudregels. Het probleem was niet dat men de mogelijke risico's van die beleggingsvehikels niet kon beoordelen, maar dat de kans dat zoiets zich zou voordoen als klein werd ingeschat. Te klein om er uitvoerig aandacht voor te vragen. Bedrijven lopen honderden risico's waarover men niet rapporteert, omdat de kans dat ze een echt gevaar worden beperkt wordt geacht. Het is echt een kwestie van risico-inschatting geweest."

'Ik verzet me tegen het idee dat we de problemen eerder hadden kunnen signaleren met meer specifieke boekhoudregels.'

Ook specialisten hebben kennelijk niet alles onder controle.

NIBC

Muis heeft veel minder dan de doorsnee accountant de neiging om in sussende termen te spreken over de risico's van derivaten en gestructureerde producten. Hij schreef er vaak over. En met reden, als je kijkt naar de nog verse casus van NIBC. Deze Nederlandse investment-bank, die nota bene van het herverpakken en securitiseren van hypotheekportefeuilles een specialiteit had gemaakt, zag een subprime-gerelateerde belegging in zijn eigen handen ontploffen. Het verlies zou minimaal 137 miljoen euro belopen. Saillant detail: hoewel IAS 39 (eenmalig) de keuzemogelijkheid biedt om dergelijke niet gerealiseerde waardeveranderingen via de balans te verwerken, en de meeste banken die variant kiezen vanwege het optisch temperende effect, koos NIBC voor maximale transparantie door het in de resultatenrekening te zetten.

De consequentie van het bedrijfsongeval - en wellicht van de openhartigheid daarover - was dat in plaats van naar de beurs te gaan, zoals een jaar eerder nog in de planning stond, NIBC zijn zelfstandigheid definitief kwijt raakte. De bank is intussen overgenomen door de IJslandse financiële partij Kaupthing. Het punt is dat zo'n incident bepaald niet oogt alsof er sprake is geweest van een 'gecalculeerd risico'. Ook specialisten hebben kennelijk toch niet alles onder controle.

'Groot accountancy-debat'

Achterliggend duikt dan toch weer die vraag naar de kwaliteit en effectiviteit van de

toezichthouders op financiële markten op.

Op macroniveau zijn dat natuurlijk de centrale banken en de 'marktmonitors'; dus De Nederlandsche Bank als hoeder van de stabiliteit van het financiële stelsel, en de Autoriteit Financiële Markten die over de belangen van beleggers waakt. Op micro-schaal zijn het primair de credit rating agencies maar wel degelijk ook accountantskantoren.

Gezien de kritiek in de media op de rol van die credit raters en de centrale banken, die allemaal te weinig gedaan zouden hebben om het subprime-gezwel te diagnosticeren en in toom te houden, lijkt het erop dat deze toezichthouders wel stof tot nadenken hebben.

Maar ook accountants kunnen zich gewaarschuwd weten. Oud-minister van Financiën Gerrit Zalm voorspelde in het openbaar dat er een "groot accountancydebat zou losbarsten". Gevraagd naar toelichting zei de voormalig bewindsman later: "Als een instelling - vanwege een drastisch veranderde risico-perceptie - eenzelfde lening als op de balans staat, nu nooit meer tegen dezelfde voorwaarden zou willen verstrekken, dan is het de vraag of er geen herwaardering van de waarde van zo'n lening zou moeten plaatsvinden." Hij verwijst naar de fair value-accounting-problematiek van *marked to market*, *marked to model* (theoretische prijsbepaling als er op dat moment geen markt is), en hoe te waarderen als door bijzondere marktomstandigheden ook modellen geen uitkomst meer bieden. "De discussie die ik verwacht, gaat erom of

Gert Smit over oproep Jules Muis

Jules Muis' oproep aan zijn vakbroeders om trends te signaleren die normaliter onder de oppervlakte van het glanzend jaarverslag blijven, vindt bij NIVRA-directeur Gert Smit wél gehoor. Smit heeft trouwens een vermoeden waarom zijn leden zich tot nu niet met macro-trendwatching hebben willen bezighouden. "Ten eerste zijn de regelgeving en de intensiteit van het toezicht de laatste jaren zo opgeschroefd dat men daar in de dagelijkse praktijk de handen aan vol heeft. Geen tijd dus. Ten tweede gelooft men waarschijnlijk dat juist door al die extra inspanningen de transparantie ook werkelijk is toegenomen. Misschien lijkt het hun daardoor minder urgent. Maar ik kan me in Muis' argumenten verplaatsen." Smit erkent dat accountants heel veel horen; zij kennen inderdaad de discussies die in de bestuurskamers worden gevoerd. "Als je daar geanonimiseerd iets over zou kunnen zeggen dat wezenlijk is, dan zou dat voor de buitenwacht best verhelderend kunnen zijn."

'Als je er geanonimiseerd iets over zou kunnen zeggen dat wezenlijk is, dan zou dat voor de buitenwacht verhelderend kunnen zijn.'

André Delger (AFM):
'De wet staat niet toe dat wij de dossiers inzien van DNB. Dat is soms wel jammer.'



je voor vergelijkbare assets waar niet in gehandeld wordt de nominale waarde kunt blijven hanteren. De rules zeggen dat het mag - zolang er geen betalingsachterstanden zijn - maar het staat wel op gespannen voet met het overkoepelend principe van *fair value*." Uit oogpunt van de taak van accountants om risico's te monitoren en de weergave daarvan te beoordelen, is Zalms vraag een opmerkelijk schot voor de boeg.

DNB

Het is trouwens opvallend dat ook de macro-toezichthouders, in hun reacties op de vraag welke lessen er uit de jongste crisis te leren zijn, vooral inzoomen op transparantie en eenduidige manieren van boekhouden die daaraan kunnen bijdragen. In een interview dat president Nout Wellink van De Nederlandsche Bank (zie ook kader) in juli 2007 gaf aan De Groene Amsterdammer, zei hij, sprekend over hedge-fondsen, de marktpartijen die bij uitstek opereren in de

André Delger: 'Je moet het hebben van de in control statements van banken die met hedgefonds zaken doen.'

markt waar risico's worden overgedragen: "Ik ben voorzitter van het Basel Comité, waarin toezichthouders uit de hele wereld zitting hebben. ... Daar proberen we methoden te bedenken die de transparantie vergroten, omdat er nu te veel aan ons zicht wordt onttrokken. ... Er zijn goede redenen om veel meer van deze instellingen en hun motieven te willen weten."

Paniekreacties

De Autoriteit Financiële Markten is het bekendst als beschermer van de belangen van

Actie AFM: extra aandacht voor naleving IAS 39 en IFRS 7

Op 17 september 2007 schrijft de Afdeling Toezicht Financiële Verslaggeving van de Autoriteit Financiële Markten in zijn digitale nieuwsbrief dat naar aanleiding van de berichten over de Amerikaanse *subprime*-hypotheek en de daarmee samenhangende toegenomen kredietrisico's er een klein desktop-onderzoek is gedaan naar de rapportages over de mate waarin financiële instellingen aan die risico's blootstaan, de toegepaste waarde-ringsgrondslagen en waardeverminderingen. De AFM constateert dat uit de cijfers van ultimo 2006 weinig of niets valt af te leiden over de boekwaarde van subprime gerelateerde beleggingsvehikels, maar verwacht van financiële ondernemingen, gezien de vereisten in verslaggevingsregels IFRS 7, dat ze in ieder geval aandacht zullen besteden aan de omvang van hun blootstelling. En dat als er sprake is van een daarmee samenhangende mogelijke afname van toekomstige kasstromen, er een impairment test wordt uitgevoerd en de markt daarover adequaat wordt geïnformeerd.

kleine beleggers. Gegeven die opdracht en een marktklimaat waarin zelfs grote banken elkaar niet meer vertrouwen, zou je denken dat de AFM zijn handen vol heeft gehad aan het afgeven van waarschuwingen om bepaalde beleggingen te mijden. Maar daarvan blijkt geen sprake.

Arthur Docters van Leeuwen, de net afgestreden voorzitter, zegt in een gesprek met de Volkskrant: "Het is misgegaan in een markt waar professionals met elkaar handelen." Extra toezichtinspanningen acht hij niet nodig, al zou het goed zijn als die partijen beter documenteerden wat ze verkopen. Toch betekent dat niet dat de AFM helemaal niet reageert op hectische marktomstandigheden. Anders dan bij DNB richt de aandacht zich er primair op boekhoudkwesties. André Delger is hoofd van de afdeling Toezicht Financiële Verslaggeving van de AFM en dus verantwoordelijk voor de in een nieuwsbrief aangekondigde specifieke aandachtspunten voor beursgenoteerde financiële onderne- ►

Betrouwbaarheid van credit ratings

De micro-toezichthouders die met hun neus het dichtst op deze specifieke situaties hebben gezeten zijn ongetwijfeld de commerciële credit rating agencies: Moody's, Standard & Poor's en Fitch Ratings. Zij beoordeelden de kredietwaardigheid van zowel de beleggingsvehikels die delen van *subprime*-hypotheken in hun portefeuilles hadden, als van de banken die deze vehikels op de markt brachten en - zoals onlangs pas goed duidelijk werd - in laatste instantie ook voor financiering garant zullen moeten staan als extern geen nieuwe beleggers gevonden kunnen worden.

Beleggers in deze beursgenoteerde kredietbeoordelaars zijn er kennelijk niet gerust op dat de kritiek op de agencies niet tot claims gaan leiden. Het oordeel van de agencies zou namelijk gekleurd kunnen zijn omdat ze worden betaald door de instellingen die ze van een rating voorzien. Gemiddeld verdampte eenderde van de beurswaarde van dit drietal - Standard & Poor's is onderdeel van de uitgever Mc Graw Hill - tussen begin juni en medio september 2007.

De kritiek van beleggers in gestructureerde producten die door credit raters als veilig werden beoordeeld maar later toch in problemen kwamen, is dat ze het risico van de component *subprime* hypotheken hebben onderschat. De credit raters op hun beurt verdedigen zich door erop te wijzen dat zij uitsluitend de kredietwaardigheid van de vorderingen in de portefeuille hebben beoordeeld; en niet het liquiditeits (in feite herfinancierings) risico of de kans dat door rentestijging via hefboomeffecten het rendement niet omhoog, maar omlaag wordt geduwd.

De kans dat de manier van werken van de kredietbeoordelaars in de toekomst op de oude voet kunnen doorgaan lijkt echter klein. De Franse president Nicolas Sarkozy heeft zich openlijk verbaasd over de manier van werken van kredietbeoordelaars. En in Amerika heeft de SEC en in Europa Eurocommissaris Charles McCreevy, verantwoordelijk voor de werking van de interne markt, aangekondigd de procedures rond het toekennen van ratings grondig te zullen onderzoeken.

Gemiddeld verdampte eenderde van de beurswaarde van Moody's, Standard & Poor's en Fitch Ratings.

mingen. Hij denkt dat heel duidelijke uitspraken van de gedragstoezichthouder richting het publiek over het beursklimaat of systeemrisico's niet erg voor de hand liggen. Al was het maar vanwege het *moral hazard*-aspect van waarschuwen. Alarm slaan kan door paniecreacties soms meer schade aanrichten dan níet alarm slaan.

Zelden beursgenoteerd

Wat betreft de rol die zijn afdeling kan spelen om onrust op de markten bestrijden, wijst ook hij allereerst op het belang van transparantie - ook al spelen ook daar *moral hazards* weer een rol. "Onder IAS 39 kan een bank nog kiezen om de *fair value*-mutaties op hypotheken-marktgelieerde beleggingsvehikels via de balans te verwerken of via de resultatenrekening, afhankelijk van de classificatie die de onderneming koos. Optie twee is de meest transparante, maar die kan bij het publiek dus ook een schrikreactie teweeg brengen. Aanvullende toelichting is dan wellicht

gewenst." DNB-president Wellink suggereerde dat om een beter beeld te krijgen van systeemrisico's, inzicht in derivatenposities die hedgefonds aanhouden misschien wenselijk is. Maar die zijn zelden beursgenoteerd en depoteren geen gedetailleerde jaarrekeningen. Delger verwacht daar om praktische redenen voorlopig dan ook niet veel van. "Je moet het hebben van de *in control statements* van banken die met hedgefonds zaken doen." Delger zegt overigens dat zijn afdeling maar zeer beperkte mogelijkheden heeft om vroegtijdig problemen te signaleren. "Anders dan menigeen wellicht denkt, kan de AFM signalen over problemen bij banken door foute risico-inschattingen of ontoereikende kennis van complexe instrumenten alleen constateren op basis van het gepubliceerde jaarverslag. De wet staat niet toe dat wij de dossiers inzien van de bedrijfseconomisch toezichthouder DNB. Dat is soms wel jammer." Net als elke andere jaarrekeninggebruiker

Financiële instrumenten: derivaten

Datum: woensdag 19 en donderdag 20 november 2007

Locatie: Heerlijkheid van Ermelo te Ermelo

Deze tweedaagse bestaat uit een dag 'kennis van derivaten' waarbij de docenten een overzicht geven van de populaire derivaten en ingaan op de basisprincipes hoe derivaten begrepen en gewaardeerd kunnen worden. De tweede dag staat volledig in het teken van verslaggevingaspecten..

Kijk voor meer informatie op www.nivra.nl/vera. Aanmelding via deze site of het aanmeldingsformulier in de VERA-bijlage.

moet Delgers team tussen de regels lezen. "Een onderneming die opvallend weinig specifiek is met toelichtingen, of standaardformuleringen gebruikt, kan daarmee reden geven te denken dat men de materie niet beheerst, of dat dit een probleem is." Toch gelooft Delger niet in het specifiek maken van verslaggevingsregel IAS 39, die voorschrijft hoe het gebruik van derivaten en de daarmee samenhangende risico's in de jaarrekening moeten worden verantwoord. "We hechten aan de *principle based*-benadering. Sowieso hebben we geen grote invloed op het totstandkomen van verslaggevingsregels, want anders dan de SEC kan de AFM op dit punt niets voorschrijven. Maar ik heb goede hoop dat de toelichtingsvereisten die volgend jaar met IFRS 7 van kracht worden, uitkomst zullen bieden." ■