

Hoe de SIV op de balans verscheen

Veel vragen en onvolledige antwoorden omgeven de Special Investment Vehicles (SIVs), de beleggingsinstrumenten die in de kredietcrisis de zwarte piet krijgen toegeschoven. Vragen zijn er ook over de rol van accountants: hoe kan een product dat door een bank buiten de balans is opgezet, later toch op die balans verschijnen?

TEKST GEERT DEKKER | BEELD CORBIS/GREGOR SCHUSTER

De vergelijking met Enron is verleidelijk. Het Amerikaanse energiebedrijf dat in 2001 met enorm geraas aan fraude ten onder ging, maakte er een sport van belangen buiten de balans te houden. In 1999 kwam meer dan de helft van de groepswinst uit niet-geconsolideerde belangen. Dat wil dus zeggen dat niemand kon zien welke risico's werden gelopen om dat deel van de

winst te behalen. Het bleken uiteindelijk buitensporig hoge risico's te zijn. De SIVs, de Special Investment Vehicles van grote Amerikaanse en Europese banken, lijken eenzelfde schimmig en risicovol bestaan te hebben geleid als de niet-geconsolideerde belangen van Enron. En dat terwijl iedereen in de veronderstelling is dat de nationale en internationale verslaggevingsregels na Enron drastisch

zijn aangescherpt als het om activiteiten buiten de balans gaat.

STRENGER

Dat laatste klopt ook: de regels voor consolidatie zijn strenger geworden. Als er - op wat voor manier dan ook - sprake is van zeggenschap of als er - op wat voor manier dan ook - sprake is van het lopen van een meerderheid van de risico's, dan



De totale markt in SIVs
bedraagt ongeveer vierhonderd
miljard dollar.

is consolidatie geen vraag, maar een gegeven. Henk Langendijk, hoogleraar externe verslaggeving aan Nyenrode Business Universiteit en de Universiteit van Amsterdam: "Ben je er de baas? Dat is de belangrijkste vraag."

Wie is de baas van een SIV? Twintig jaar geleden al verschenen de eerste aan het firmament, van de hand van de *investment bankers* van Citi, de Amerikaanse

financiële reus die nu ongeveer een kwart van de markt bezit - ruwweg honderd miljard dollar.

BUITEN BALANS

'Buiten de balans' was toen al het toverwoord en daar was genoeg rechtvaardiging voor. Om te beginnen levert in de regel de bank die de SIV opzet zelf geen risicodragend kapitaal. Dat wordt opge-

haald bij klanten. Dat kunnen andere banken zijn, maar ook institutionele beleggers of vermogende particulieren. Die klanten worden tezamen de eigenaar. De bank verdient niet aan een SIV omdat hij meedeelt in de beleggingsresultaten, maar omdat hij fees ontvangt over de verleende diensten. Ten tweede bepaalt de bank niet wat de SIV doet. Wat de SIV doet is namelijk al ■

vastgelegd in de oprichtingsovereenkomst of in de statuten. De bank kan de koers van het vehikel niet wijzigen.

TRIPLE A

Wat doet de SIV dan? Het idee is met kort geld te beleggen in lang geld, om te profiteren van het renteverschil tussen die twee vormen van kapitaal. Daarbij wordt de hefboom gebruikt: op basis van het risicokapitaal van de klanten wordt geld geleend, meestal driemaands tot negenmaands geld, tot tien of vijftien keer zoveel als het eigen vermogen. Dat geld wordt belegd in hoogrenderende, langlopende obligaties van allerlei pluimage, maar met één overheersend kenmerk: voorzien van een onberispelijke kredietbeoordeling. Triple A dus, of een enkel treetje lager.

Een kanttekening: de onberispelijke kredietstatus is een kenmerk dat *gebruikelijk* is. Niet alle SIVs hebben zich in de loop

asset backed commercial paper, ABCP) en lange beleggingen. Dat renteverschil was vorig jaar onder normale marktomstandigheden bijvoorbeeld dertig basispunten (ofwel 0,3 procent) boven Libor, het interbancaire tarief. Het korte geld werd tegen Libor min een paar basispunten geleend, op de lange obligaties werd Libor plus 25 tot dertig basispunten ontvangen. Opbrengst voor de aandeelhouders in dit bescheiden voorbeeld: Libor plus driehonderd basispunten (dertig maal de hefboom van tien), drie procent. Deze geldmachine werkt zolang de korte financiering telkens is door te rollen of na de looptijd geleverd wordt door een andere financier. En zolang de obligaties van 'onberispelijke kwaliteit' blijven uitbetalen.

HUIZENPRIJS

Het is op beide fronten misgegaan. Obligaties waarin subprime hypotheekzaten verpakt, bleven in de eerste helft van 2007 steeds vaker in gebreke (armlastige huiseigenaren konden de lasten van hun hypotheek niet meer opbrengen; de daaropvolgende executieverkopen

leverden door de dalende huizenprijs verliezen op voor de hypotheekverstrekker) en in het daarop volgende gepuzzel om erachter te komen wie uiteindelijk voor die verliezen zou opdraaien, raakten diverse securitisaties, zoals de SIV, besmet: de markt voor ABCP viel in een keer stil. Van doorrollen was geen sprake meer, geldmarktfondsen vluchtten in kort schatkistpapier. Men vertrouwde de zaak niet meer.

De meest voor de hand liggende oplossing - de obligaties verkopen, de korte financiering aflossen en de zaak opdoeken - werd vrijwel tegelijkertijd onmogelijk. Het



zou een gedwongen verkoop van de obligaties zijn en de markt snapte prima wat er aan de hand was: de waarde van deze beleggingen daalde razendsnel. Verkoop tegen die prijzen zou het eigen vermogen van de SIV in een keer wegvagen en ook ten koste gaan van de leveranciers van het korte geld.

Als mogelijke oplossing wordt genoemd een 'parallele' balans waarop de off balance-vehikels in detail worden uitgelegd.

der jaren tot die 'veilige' rating weten te beperken. Met name de vehikels van enkele Duitse banken (IKB, WestLB, SachsenLB) kozen ervoor om twintig tot vijftig procent in lager beoordeelde obligaties te beleggen - waaronder die gebaseerd op *subprime* hypotheek. Maar van de SIVs van Citi bijvoorbeeld is bekend dat die allemaal voorzien waren van hoge ratings.

RENTEVERSCHIL

Resultaat van deze opzet: op het risicodragende kapitaal wordt een rendement behaald van ruwweg tien keer het renteverschil tussen korte financiering (het

'Niet opportuun om daar nu over te spreken.'

SIV als taboe

Dat de SIV huist in het hart van de kredietcrisis is te merken aan de antwoorden die 'de Accountant' kreeg op vragen aan accountants die door collega's waren aanbevolen als specialisten op dit gebied. Dat Ernst & Young als accountant van de Rabobank afziet van commentaar is niet meer dan logisch. "U begrijpt dat wij hier inhoudelijk niet op kunnen ingaan", aldus de woordvoerder. Minder logisch is dat anderen soortgelijke antwoorden geven. De varianten: "Niet opportuun om daar nu over te spreken", "Lijkt me niet verstandig daarop in te gaan", "Ik kan daar wel iets over zeggen, maar ik doe het niet."



SLACHTOFFERS

De slachtoffers waren derhalve divers. De meeste aandacht trok in eerste instantie een aantal bijzondere Amerikaanse geldmarktfondsen, namelijk die met spaar- en pensioengeld van ambtenaren, leraren, brandweerlieden. Die door staten beheerde fondsen hadden voor enkele honderden miljoenen dollars ABCP in hun

'Als alles bij het oude is gebleven, dan wil je toch weten waarom er niet eerder geconsolideerd is.'

bezit; de fondsbeheerders waren ervan overtuigd geweest dat het een mooie en veilige manier was om een rendement te boeken op kasgeld dat anders op een spaarrekening zou staan te verpieteren. Maar nu dreigde plots - als de SIV failliet zou gaan - de aflossing van de hoofdsom in gevaar te komen.

De tweede groep slachtoffers wordt gevormd door de aandeelhouders van de SIV: goede klanten van de bank, waaronder andere banken, en grote institutionele partijen, vermogende partijen. De totale markt in SIVs bedraagt ongeveer vierhonderd miljard dollar. Rekening

houdend met een gemiddelde leverage van tien wil dat zeggen er ongeveer veertig miljard dollar van deze partijen op het spel staat.

OP DE BALANS

Wat is er nu gebeurd dat de banken (HSBC, Citi, Standard Chartered, Rabobank, WestLB) hun SIVs op de balans hebben genomen?

In de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk heeft het faillissement van enkele 'onafhankelijke' SIVs in de periode van augustus tot oktober 2007 een hausse aan negatieve publiciteit veroorzaakt, ondanks de bezwerende woorden van de banken dat klanten toch echt wisten waaraan ze begonnen toen ze in dit soort producten stapten.

Citi heeft toen besloten de SIVs niet aan hun lot over te laten. "De bank is zelf in het ABCP van de door Citi gemanagede SIVs gestapt, om een ordelijk verloop van de verkoop van de bezittingen te bevorderen", aldus een woordvoerder in Londen. "Maar dat betekent wel dat de bank nu ook risico loopt en wel in die mate dat het noodzakelijk is om te consolideren."

Citi benadrukt dat de bank geen verliezen heeft hoeven nemen op de SIVs. De consolidatie behelst vooral het voorkómen van gedwongen (verlieslatende) verkoopacties.

RABOBANK

Datzelfde doel wordt door de Rabobank nagestreefd, die eind januari 2008 de SIV Tango (de enige van een Nederlandse partij) voor vijf miljard euro op de balans zette. De route is echter een andere dan die van Citi, ook al gaat het in feite net als bij Citi om de ontmanteling van de SIV. Treasurer Marco Roddenhof: "In augustus 2007 zijn we al met de beleggers in

dialogo getreden, toen duidelijk werd dat de mogelijkheden om kort te financieren zouden wegvallen. Toen hebben we de mogelijkheid geboden de aandelen in te wisselen voor de obligaties waarin de SIV belegde. Vervolgens werd in november duidelijk dat die obligaties door de *rating*-bureaus een lagere waardering zouden krijgen. Toen hebben wij aangeboden die obligaties tegen marktprijzen over te nemen van deze beleggers."

Daarbij zijn door deze beleggers verliezen genomen. De consolidatie door de Rabo hoeft vervolgens niemand te verbazen: de bank is simpelweg eigenaar geworden van de obligaties.

NIEUWE REGELS

Toch kunnen de balansacties rondom de SIVs Henk Langendijk niet echt bekoren. "Ik kan me voorstellen dat, als er allerlei overeenkomsten over zeggenschap en risico gewijzigd zijn, de noodzaak ontstaat de SIV te consolideren. Maar als dat niet het geval is, als alles bij het oude is gebleven, dan is dat curieus. Dan wil je toch weten waarom er niet eerder geconsolideerd is?"

Langendijk kan niet anders concluderen dan dat er "blijkbaar dan ook maar weer nieuwe regels moeten komen".

Dat is ook de strekking van uitspraken die het hoofd van de International Accounting Standards Board (IASB) in januari 2008 heeft gedaan. De IASB zal "later dit jaar" een consultatiedocument over het op de balans halen van SIVs publiceren, aldus Sir David Tweedie. Als een van de mogelijke oplossingen wordt genoemd het publiceren van een 'parallelle' balans waarop de off balance-vehikels in detail worden uitgelegd. "Dan kunnen banken zeggen: dit gebeurt er als het helemaal misloopt. En dan kunnen ze ook uitleggen waarom ze denken dat dat niet zal gebeuren." □