

Rariteit**e**nka

De kredietcrisis leidt tot onvermoede verslaggevingseffecten. Nadelen worden soms voordelen. Vier 'rariteiten' nader beschouwd.

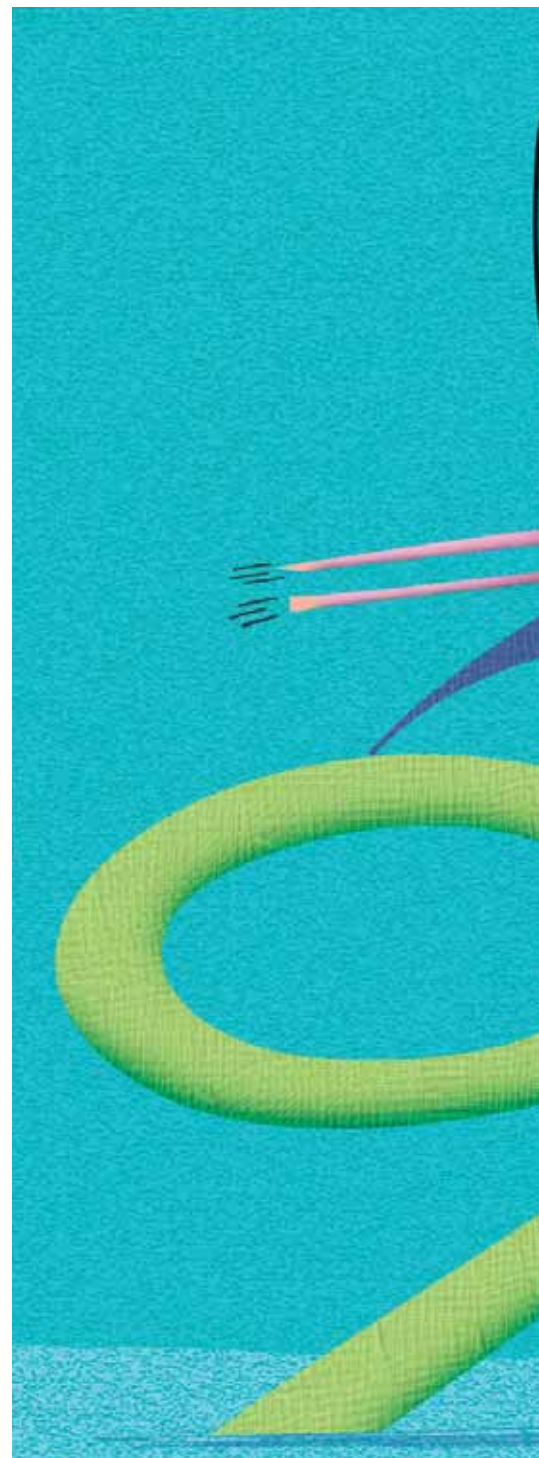
TEKST NART WIELAARD | BEELD CORBIS, MARJA BROUWER

De kredietcrisis heeft een flinke discussie op gang gebracht over de vraag of de regels voor externe verslaggeving (IFRS/US GAAP) wel volstaan en wellicht zelfs hebben bijgedragen aan de hevigheid van de crisis. Die discussie laten we hier even links liggen, al was het maar omdat er al zoveel is geschreven over dit thema, ook in 'de Accountant'. Perverse, gekke of op zijn minst verrassende effecten die als gevolg van de crisis opduiken in de jaarrekeningen van financiële instellingen. 'de Accountant' presenteert er vier.

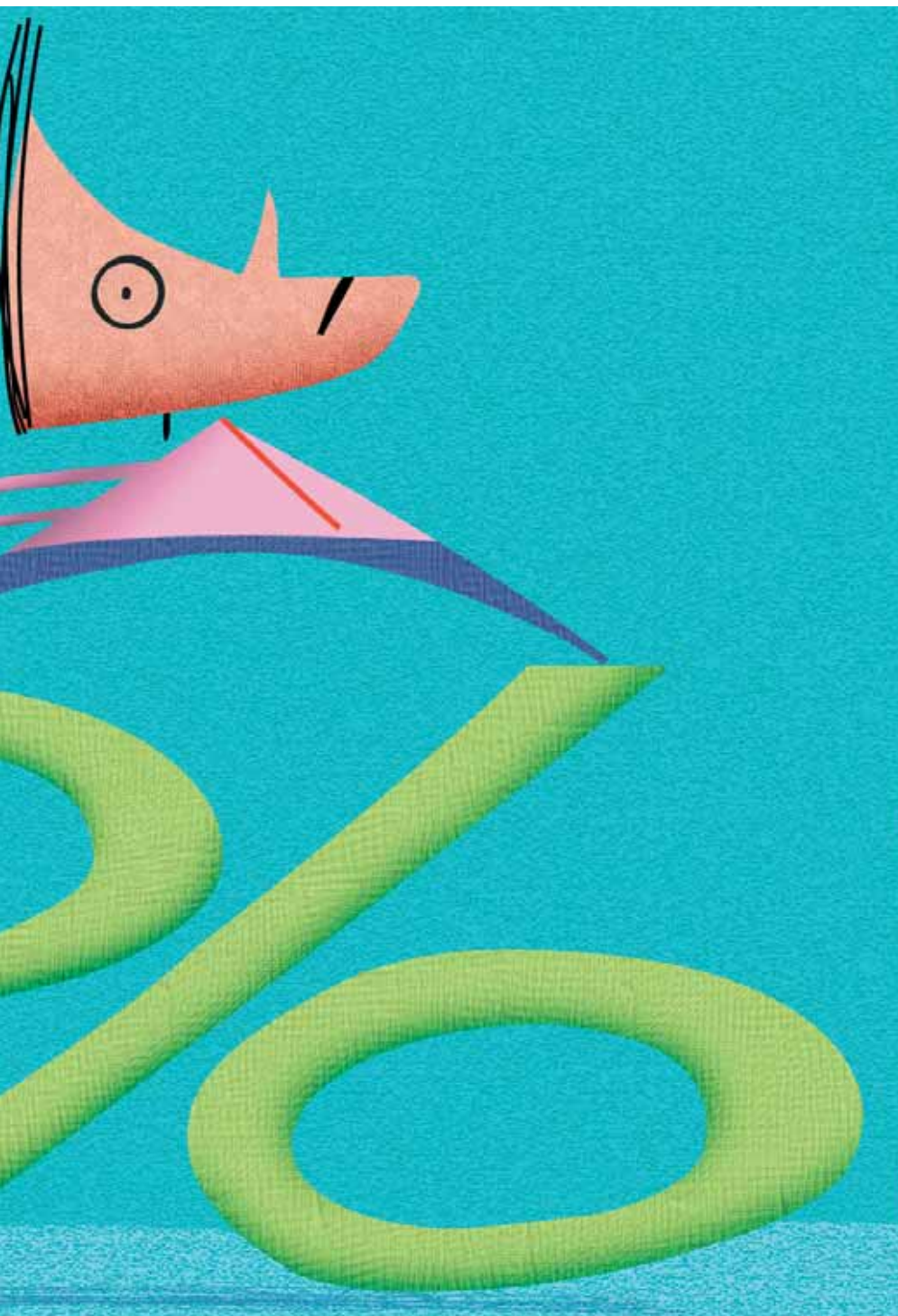
1 ZORG VOOR EEN SLECHTE RATING EN VERBETER DAARMEE JE RESULTAAT

Over het boekjaar 2008 boekte de Britse bank Barclays acht miljard pond af op haar slechte leningen. Zoals zoveel concurrerende banken in de hele wereld werd de bank dat jaar ongenadig hard getroffen door de financiële crisis. Gelukkig werd het verlies nog enigszins beperkt door de winst van een kleine 1,7 miljard pond op de eigen schulden als gevolg van een lagere kredietstatus. Die laatste zin klinkt voor elke verstandige leek als volkomen krankzinnig. Hoe is het in vredesnaam mogelijk dat een bank een miljardenwinst kan opvoeren onder de noemer *fair value adjustment own debt*?

De verklaring is eigenlijk heel simpel: Barclays kreeg in de financiële crisis te kampen met een verslechtering van de eigen kredietstatus bij rating agencies als Moody's. De markt kreeg gaandeweg steeds minder vertrouwen in de kredietwaardigheid van de bank en dat leidde ertoe dat een door Barclays uitgegeven schuld papier van nominaal duizend euro op die markt bijvoorbeeld maar achthonderd euro waard was, omdat de markt niet zeker wist of die duizend euro ooit



binet crisis



wel zou worden voldaan. Barclays erkent dat ook zelf en schrijft in het jaarverslag in bankierstermen: *"Gains of £1,663m on the fair valuation of notes issued by Barclays Capital due to widening of credit spreads."*

ING EN ABN AMRO

Dit voorval staat niet op zichzelf. Ook in de boeken van andere giganten als het Zwitserse UBS en de Amerikaanse instellingen Morgan Stanley en Goldman Sachs zijn in 2008 flinke winsten opgenomen als gevolg van de waardedalingen van hun eigen schulden.

Opmerkelijk is dat het Nederlandse ING deze methode voor het leeuwendeel van haar schulden *niet* toepast. Volgens het jaarverslag is de post schuldbewijzen gewaardeerd met als uitgangspunt de nominale waarde. Dat leidt eind 2008 tot een post van 96,5 miljard euro, ook al is de reële waarde zo'n drie miljard lager. Op het relatief veel kleinere onderdeel van de schulden waar wel sprake is van waardering tegen fair value, boekt men een plus van 230 miljoen. Bij ABN Amro gaat het volgens het jaarverslag bij dit boekhoudverschijnsel om een plus van 565 miljoen euro in 2008.

Zo'n winstpost is in moeilijke tijden natuurlijk mooi meegenomen, maar heeft ook een nadeel: als de kredietwaardigheid van de desbetreffende bank weer wat aantrekt, leidt dat in 2009 of de daarop volgende jaren juist weer tot verliezen. In het jaarverslag van ABN Amro is dan ook te lezen *"(...) the Group anticipates that gains and losses arising from changes in the Group's own credit spread will reverse over the life of the instrument unless repurchased."*

Met andere woorden: de banken die nu flinke winsten op hun schulden boeken, zullen verliezen moeten boeken zodra de markt weer gunstig is. ■



In de boeken van giganten als UBS, Morgan Stanley en Goldman Sachs zijn flinke winsten opgenomen als gevolg van de waardedalingen van hun eigen schulden.

FLAUWEKULWINSTEN

De meningen over dit verschijnsel lopen nogal uiteen. Een aantal verslaggevingsdeskundigen kan de theoretische juistheid prima beargumenteren. Toch is het - zeker in tijden van een credit crunch op de financiële markten - glashelder dat deze winsten volkomen flauwekul zijn, in elk geval vanuit het perspectief van een investeerder. Van echte winst zou immers pas sprake zijn als de bank de schuld daadwerkelijk zou kunnen terugkopen

Willem Buiter: 'That is insane. These 'profits' do not exist.'

tegen de lagere marktwaarde. Dat gaat nu echter juist niet als je in tijden van credit crunch wordt geconfronteerd met een lage kredietwaardigheid, want dan heb je als bank daar simpelweg de middelen niet voor.

Bovendien zit er ook nog een ander aspect aan, waar de econoom Willem Buiter in een van zijn puntige columns voor de Financial Times op wijst. Een schuldenaar die zijn eigen schuld terugkoopt, levert een wanprestatie, vergelijkbaar aan de goedkope truc die door gewiekste (ontwikkelings)landen werd gebruikt. Deze landen gaven in het verleden schuld-papieren uit en als ze vervolgens in aflossingsproblemen kwamen losten ze dat heel creatief op door achter de rug van het IMF de schuld terug te kopen tegen een lager niveau. Dat was niet toegestaan maar het gebeurde toch. Buiter: "First you borrow and spend the proceeds. Then you convince the world (your creditors in particular) that you are a terrible credit risk. Your creditors run for the exit and agree to sell your debt back to you at a discount, all without any formal default or bankruptcy procedures."

'FAILLIET IS HET BESTE'

Over de fair value praktijk die nu heeft geleid tot de winsten op de schulden van banken is Buiter dan ook bijzonder helder: "(...) *That is insane. These 'profits' do not exist.*"

In dit verband is het ook aardig om te zien wat het Amerikaanse magazine Barron's al in april 2008 schreef over Lehman brothers: over het toen net afgelopen kwartaal verdiende deze bank nog 81 cent per aandeel en dat lag toen boven de gemiddelde verwachting van analisten. Maar van die 81 cent was destijds volgens Barron's zo'n zeventig cent toe te

rekenen aan de winst op de afwaardering van eigen schulden. Een halfjaar later barstte de bom voor Lehman en viel de bank om.

Een van de mensen die dat zagen aankomen was David Einhorn, oprichter van het hedgefonds Greenlight Capital. Hij had voor de teloorgang van Lehman een short positie opgebouwd en profiteerde dus van de neergang. Ook zag hij eind 2007 al hoe de externe verslaggeving hem als investeerder weinig zinnigs had te bieden. Hij gaf toen in de Verenigde Staten een lezing onder de noemer FAS 159: Profiting From Your Own Demise, en naar verluidt zei hij daarin: "If your own credit spread widening counts as revenue, and you pay compensation as a percent of revenue, the most profitable and lucrative day in the history of your firm will be the day you go bankrupt."

2 STAATSTEUN ALS PROFIT CENTER

Banken die in de credit crunch niet langer in staat waren om op de kapitaalmarkten financiering aan te boren, werden in

oktober 2008 te hulp geschoten door de garantieregeling van de Nederlandse overheid. De staat stelt zich met dat garantieprogramma voor maximaal tweehonderd miljard euro garant voor banken met financieringsproblemen. Banken die gebruikmaken van de regeling moeten wel aan een aantal voorwaarden voldoen en betalen bovendien een premie die afhankelijk van de kredietwaardigheid tussen de 0,5 en 1,2 procent ligt. Na een aanvankelijke aarzeling onder bankbestuurders is de regeling nu behoorlijk succesvol te noemen. Volgens een overzicht per 19 mei 2009 op de website van het ministerie van Financiën staat de overheid inmiddels garant voor 43 miljard euro.

Dat is prachtig, maar er zit ook een wat merkwaardig bijmaakje aan het succes dat vooralsnog nauwelijks wordt opgemerkt. Een bank kan de garantieregeling van de Nederlandse overheid namelijk niet alleen gebruiken om het probleem van de op slot zittende kapitaalmarkt te lijf te gaan, maar ook om bestaande eigen leningen terug te kopen en daar (flink) op te verdienen. Al is de regeling daar uiteraard niet voor bedoeld.

André Dorsman (VU): 'IFRS kan leiden tot bedrijfseconomische misstanden.'

NIBC

De rubriek Bartjens in het Financieele Dagblad zette haarscherp uiteen hoe de Haagse investeringsbank NIBC dat doet. De bank financiert zijn activiteiten al jaren op de geld- en kapitaalmarkten met een hele serie obligatieleningen. De koersen van deze leningen zijn tijdens de credit crunch flink gedaald, als gevolg van de slechte marktomstandig-

Veel baat bij die 'winst' heeft UBS niet, want het is een papieren exercitie.



heden en vooral ook door twijfel aan de kredietwaardigheid van de bank. Onder punt 1 van dit artikel was in dit verband te lezen hoe banken winst in de boeken kunnen opvoeren als gevolg van die slechtere kredietwaardigheid. Met de garantieregeling van de overheid kan die winst echter ook in klinke munt worden omgezet: NIBC koopt namelijk de eigen obligaties in met het geld dat men van de staat leent. Dat levert de bank vele miljoenen op: het verschil tussen de lage inkoopprijs op de markt en de nominale waarde. NIBC kocht dit jaar volgens Bartjens bijvoorbeeld ruim tachtig miljoen aan zogeheten *floating rate notes* uit een serie die op 2 mei 2012 afloopt. Omdat men deze obligaties kon inkopen voor minder dan tachtig procent van de nominale waarde, schroeft de bank haar resultaat flink op.

Een bank kan de garantieregeling van de Nederlandse overheid ook gebruiken om bestaande eigen leningen terug te kopen en daar (flink) op te verdienen.

MILJOENENEFFECT

Bartjens schat het effect op tientallen miljoenen. De jaarrekening zelf levert op pagina 177 andere cijfers: "In 2008, *credit spread gains of EUR 129 million were realised on the repurchase of liabilities with respect to this balance sheet item* (men verwijst hier naar de categorie *own debt securities*, gewaardeerd op basis van *amortised cost*, red.)."

Van belang daarbij: de inkoop van eigen schuld papier hoeft niet geheel te zijn gedaan met garantiegelden van de overheid. Een bank kan zich immers ook financieren via het inhouden van

winsten, het aantrekken van spaargelden - NIBC zet daar stevig op in - of het vrijvallen van uitzettingen. Feit is echter wel dat NIBC meer garantiegelden heeft binnengehaald dan strikt nodig om de reguliere aflossingen te voldoen.

SNS REAAL

Ook SNS Reaal heeft in het eerste kwartaal van 2009 eigen schuld papier ingekocht. Analist Thomas Nagtegaal (RBS) stelt tegenover de Dow Jones-persdienst dat de geschatte winst daarop tussen de twintig en dertig miljoen euro ligt. De trading update van SNS Reaal zelf biedt geen cijfers, maar volstaat met de opmerking dat "(...) een druk op het renteresultaat meer dan volledig werd gecompenseerd door hogere aan financiële markten gerelateerde resultaten, zoals die op het inkopen van eigen schuld papier en hogere resultaten op obligatie-

porte-feuilles." Bestuursvoorzitter Ronald Latenstein voelt waar schijnlijk

ook wel aan dat het wat scheef is om die winst te realiseren terwijl men aan de andere kant nog aan het infuus van de staat ligt. Tegenover de Dow Jones-persdienst benadrukt hij dan ook dat de inkoop van obligaties niet agressief plaatsvindt en "duidelijk geen onderdeel is van de kernactiviteiten".

'BEDRIJFSECONOMISCHE MISSTANDEN'

Overigens is dit fenomeen niet alleen van toepassing op banken. Ook chipmaker NXP kon dit voorjaar - toen het bedrijf in grote continuïteitsproblemen kwam te zitten - een aardige winst boeken door bij

de herfinanciering de oude achtergestelde leningen op zo'n dertig procent van de nominale waarde terug te kopen. Weliswaar was daar geen staatssteun aan de orde, maar gek blijft het wel om dan winst in de boeken bij te schrijven omdat er twijfel is aan de kredietwaardigheid. André Dorsman - hoogleraar financiering aan de Vrije Universiteit - sprak hier in mei 2009 over voor de Beroepsvereniging van Beleggingsprofessionals en concludeerde in zijn presentatie onder meer: "IFRS kan leiden tot bedrijfseconomische misstanden."

3 WINST BOEKEN OMDAT DE EIGEN BEURSKOERS DAALT

De Zwitserse bank UBS is een van de zwaarst getroffen banken in de kredietcrisis. Ter illustratie daarvan: al in het vierde kwartaal van 2007 leed de bank een verlies van 12,5 miljard Zwitserse frank, een kleine acht miljard euro. Het was toen zo klaar als een klontje dat de bank - 's werelds grootste vermogensbeheerder - een flinke kapitaalinjectie nodig had. Die vonden de Zwitsers bij The Government of Singapore Investment Corporation en een investeerder uit het Midden-Oosten. Deze partijen waren bereid te investeren in de bank door middel van een converteerbare obligatielening ter waarde van dertien miljard Zwitserse Frank. De deal werd in december 2007 gesloten maar moest nog wel worden goedgekeurd door de aandeelhouders, die pas op 5 maart 2008 bijeenkwamen.

In die tijd liep de beurskoers van UBS nog meer averij op - een daling van rond de vijftig naar 32,24 Zwitserse Frank. Maar elk nadeel heeft ook in het boekhouden zo zijn voordeel. Want volgens de jaarrekening kan de obligatielening worden behandeld als een "compound

financial instrument that consists of a debt host and an embedded equity component. The debt host has been recognized as a liability initially measured at fair value and accounted for at amortized cost”.

Het gevolg daarvan is dat de daling van de eigen beurskoers de bank een winstpost oplevert van bijna 3,9 miljard Zwitserse Frank. Dat is toch prettig, want dat dempt het forse verlies over het eerste kwartaal 2008 - 11,5 miljard Zwitserse Frank - behoorlijk.

VERWATERING

Hoe dat zit? Welnu UBS heeft een deal gesloten dat de investeerders over twee jaar verplicht hun obligaties omzetten in aandelen tegen de beurskoers van dat moment. Er is daarbij echter een minimumkoers vastgesteld van 51,48 en een maximale koers van 60,23 Zwitserse frank. Aangezien de koers van het aandeel UBS ten tijde van de goedkeuring door de aandeelhouders ver onder dat minimum stond, was er dus een ‘voor-

Elk nadeel heeft ook in het boekhouden zo zijn voordeel.

deeltje’ voor UBS: de investeerders beloofden immers dik vijftig Zwitserse frank te betalen voor iets dat veel minder waard is. Op dat moment tenminste. Veel baat bij die ‘winst’ heeft UBS uiteraard niet, want het is een papieren exercitie. Wat de beurskoers ook is, de bank krijgt dertien miljard Zwitserse frank van de investeerders. Geen cent meer of minder. Het voelt gek dat er onder IFRS dan toch een miljardenresultaat mogelijk is, want van winst is natuurlijk geen sprake. Hooguit een lagere verwatering van de winst per aandeel, op het moment dat de conversie daadwerkelijk zal worden uitgevoerd.

Anderzijds: de investeerders hebben in de periode van december 2007 tot begin maart 2008 de waarde van hun overeenkomst flink zien afnemen als gevolg van de koersdaling. En als de ene partij verlies maakt, moet een andere partij toch winst maken? Feitelijk geven de vermogensverschaffers een cadeau ten koste van de verwatering van het aandelenkapitaal.



4 ZEER SOLIDE, MAAR ZO ZIET HET ER NIET UIT

Een van de meest solvabele banken in Nederland is de Nederlandse Waterschapsbank. Deze werd ooit opgericht na de watersnoodramp van 1953 om waterschappen te financieren voor de omvangrijke investeringen die toen nodig waren. Dik vijftig jaar later is het bedrijfsmodel van deze bank nog steeds overzichtelijk en eenvoudig: de bank verstrekt kredieten aan waterschappen, gemeenten, provincies, woningcorporaties en instellingen in de gezondheidszorg. Qua kredietwaardigheid kan het dus eigenlijk niet beter, en de bank benadrukt dan ook dat men nog nooit een kredietverlies heeft hoeven boeken: nog nimmer in de historie bleek een debiteur niet aan zijn

verplichtingen te kunnen voldoen. Door zijn aard is de stabiliteit ook in moeilijke tijden groot.

MINIEME WINST

Toch zien de cijfers over 2008 er niet zo goed uit. Er werd maar een minieme winst van negen miljoen euro geboekt, tegenover 71 miljoen in het voorgaande jaar. Dat heeft alles te maken met afboekingen in de portefeuille van leningen die op marktwarde worden gewaardeerd. Zonder die afboekingen zou het resultaat voor belastingen en kosten volgens de bank juist met twaalf procent zijn gegroeid tot 128 miljoen. Dat zouden juist zeer gezonde cijfers zijn. Uit het jaarverslag: “Zo is er circa € 65 miljoen ten laste van de winst gebracht vanwege een herwaardering van staatsgegarandeerde effecten als gevolg van deze stijging. Van een reëel effect op de toekomstige winst-

gevendheid van de portefeuille is naar het oordeel van de directie van de NWB echter geen sprake. Als uitgangspunt houdt de bank de posities in de marktwaardeportefeuille aan tot het einde van de looptijd van de contracten.”

EFFECT VAN ‘GEMAKSKEUZE’

Hierin klinkt duidelijk door dat de directie de waardering op fair value van leningen aan staatsinstellingen - berekend op basis van modellen met aannames - eigenlijk onzinnig vindt. Maar waarom moet deze post leningen - die niet voor de verkoop worden aangehouden, en onder IFRS dus niet verplicht tegen fair value hoeven te worden opgenomen - door de bank toch worden afgeboekt naar fair value? Dat komt doordat de Nederlandse Waterschapsbank nu de nadelige gevolgen ondervindt van een ‘gemakskeuze’ die zij enkele jaren eerder heeft gemaakt, namelijk de keuze voor de zogenoemde *fair value option* van IFRS. Deze impliceert dat bepaalde financiële activa en passiva onder bepaalde voorwaarden op reële waarde worden gewaardeerd (de marktwaardeportefeuille) en dat alle daarmee samenhangende waardemutaties in de winst- en verliesrekening worden opgenomen.

WAT ZUUR

Het voordeel van deze optie is dat er geen ingewikkelde hedge-accounting en de daarbij horende documentatieverplichting van hedges nodig is. Dat vergt veel specialistische expertise en het is heel begrijpe-

De Nederlandse Waterschapsbank ondervindt nu de nadelige gevolgen van een ‘gemakskeuze’ die zij enkele jaren eerder heeft gemaakt.

lijk dat een bank met een dikke dertig werknemers op de payroll daar liever niet aan wil. Maar het wordt dan wel wat zuur als er een keer een buitenissige ontwikkeling op de kapitaalmarkten plaatsvindt: de cijfers staan dan nauwelijks in verhouding tot de werkelijkheid. Geeft de jaarrekening dan eigenlijk nog wel een getrouw beeld? Technisch gesproken wel, maar echt inzichtelijk valt het toch niet te noemen. □