



Drama Icesave was te voorzien

De fragiliteit van de IJslandse economie en ook het hoge risico op een faillissement van Landsbanki waren al begin 2008 duidelijk zichtbaar. In de toekomst zal een grotere rol voor DNB moeten zorgen voor meer transparantie. Daarnaast is het hervormen van het depositogarantiestelsel en het verbeteren van het supranationaal, Europees toezicht noodzakelijk.

Op 7 oktober 2008 nam de IJslandse toezichthouder het roer over bij de IJslandse bank Landsbanki. In Nederland zorgde het in eerste instantie vooral voor commotie omdat veel spaarders flinke bedragen hadden toevertrouwd aan Icesave, een merk van Landsbanki dat gevestigd was in het Amsterdamse filiaal van deze bank. Voor de meeste particulieren bleek het leed uiteindelijk te overzien. De Nederlandse overheid garandeerde alle particuliere spaartegoeden tot 100.000 euro, inclusief dat deel van het spaargeld dat onder het IJslandse depositogarantiestelsel viel. Een aantal lagere overheden heeft miljoenen verliezen geleden en de Nederlandse staat wacht nog steeds op een definitieve regeling met IJsland over terugbetaling van de schulden. De vraag blijft actueel of men van te voren had kunnen weten hoe risicovol het inleggen van mid-

delen in Icesave en Landsbanki was. Daaraan gekoppeld is de vraag of nationale en internationale toezichthouders en financiële markten hun werk goed hebben gedaan. Naast onderzoekscommissies die door individuele lagere overheden speciaal voor dit debacle zijn ingesteld, heeft ook de commissie-De Wit recent uitgebreid aandacht besteed aan de ondergang van Icesave en de rol die verschillende partijen daarbij hebben gespeeld.

De economie en financiële sector van IJsland

IJsland heeft zich de laatste decennia getransformeerd tot een welvarend land met een toonaangevende internationale financiële dienstensector. In de periode 2004–2007 groeide de IJslandse economie explosief. Tegelijkertijd nam de inflatie sterk toe. De geldmarktrente steeg in 2007 naar dertien procent en nam in 2008 nog verder toe. De groei werd vooral gefinancierd door in vreemde valuta te lenen tegen een relatief lage rente. De weerslag hiervan was een tekort op de lopende rekening dat gedurende de jaren 2004–2008 opliep tot boven de twintig procent per jaar. Als gevolg daarvan liep de buitenlandse schuld van IJsland op van 130 procent van het bbp in 2004 tot 262 procent in 2007, en naar schatting 400 procent in 2008. Die schuld

CLEMENS KOOL
Hoogleraar aan de
Universiteit Utrecht

DIRK GERRITSEN
Docent aan de Universiteit
Utrecht

werd overigens vrijwel volledig opgebouwd in de private sector want de overheidsfinanciën waren op orde en de overheidsschuld beperkt.

IJsland heeft in die periode drie grote internationaal opererende banken, namelijk Kaupthing, Glitnir en Landsbanki, die samen zo'n negentig procent van de financiële sector vormen. Het IJslandse financiële systeem vormt een onevenredig deel van de economie met eind 2007 een gezamenlijk balanstotaal van ongeveer negen keer het bbp. Het lot van de IJslandse economie en deze drie banken valt dan ook grotendeels samen. De banken lenen in buitenlandse valuta, maar zetten die ook weer in vreemde valuta uit bij bedrijven en gezinnen. Hoewel het onduidelijk is waar het valutarisico precies zit, direct of indirect zitten IJsland en de IJslandse banken met grote niet-afgedekte schulden in buitenlandse valuta. Daarmee lijkt IJsland eind 2007 op een *highly leveraged* fonds met een fors landen- en valutarisico. Het Internationaal Monetair Fonds (IMF) fungeert als toezichthouder op de macro-economische en financiële stabiliteit van landen. Ondanks de groeiende macro-economische onevenwichtigheden, zoals het buitensporige tekort op de lopende rekening, is in 2007 de slotverklaring van de artikel IV-consultatie voor IJsland nog optimistisch van toon. In de slotverklaring van 4 juli 2008 wordt echter gesteld:

"The economy is at a difficult and uncertain turning-point. The long home-grown, foreign-funded boom is coming to an end. Its legacies are overstretched private sector balance sheets, large macroeconomic imbalances, and high dependence on foreign financing. (...) Iceland's banks and currency have come under significant pressure." Iets verder in het rapport staat te lezen: *"Uncertainties surrounding the outlook are unusually large, with significant downside risks dominated by external considerations. External liquidity risks remain a key concern, given the high foreign debt of the private sector, chiefly related to the banking system."* Hoewel een duidelijke veroordeling door het IMF uitblijft, geeft de slotverklaring aan dat er in de vroege zomer van 2008 bij het IMF een duidelijk besef is van de fragiliteit van de IJslandse economie en de daarmee verweven grote banken. Hetzelfde besef is aanwezig bij de grote internationale kredietbeoordelaars. In de persberichten van Moody's, Fitch, Standard & Poor's en Rating & Investment Information (R&I), die te vinden zijn via de website van de IJslandse centrale bank, komt een eenduidig beeld naar voren. Vanaf januari 2008 stijgt de twijfel of IJsland in geval van liquiditeitsproblemen bij de grote banken in staat is om afdoende reddingsacties in gang te zetten. Terwijl aan de liquiditeit en solvabiliteit van IJsland als zodanig niet wordt getwijfeld, worden de drie grote internationale banken beschouwd als een steeds groter risico voor de IJslandse economie. Op 5 maart 2008 resulteert dit officieel in een negatieve verwachting (Moody's, 2008a). Moody's motiveert dit door in een verklaring te zeggen dat *"an important feature of a Aaa-rated sovereign is a banking system with*

high average financial strength ratings, and [the analyst] pointed out that no other Aaa country has a banking system rated below C. Since the banking system is a contingent liability of any government, she said that the lower intrinsic strength of the Icelandic banks differentiates Iceland from other Aaa countries." In mei verliest IJsland daadwerkelijk zijn Aaa-status. Ook in de media komt de precaire toestand van IJsland nu regelmatig aan de orde. Zowel in The Economist van 26 april 2008 als in die van 5 juli 2008 wordt de excessieve buitenlandse schuld van IJsland besproken.

In diezelfde periode verschijnt Icesave op de Nederlandse markt, nadat Landsbanki al in 2006 in het Verenigd Koninkrijk met de merknaam Icesave van start was gegaan. De motivatie om ook in Nederland spaargeld op te halen ligt voor de hand: vanaf begin 2008 wordt het voor Landsbanki steeds moeilijker en duurder om zich op de internationale financiële kapitaalmarkten te financieren. Dan is het aantrekken van spaargeld een relatief goedkope financieringswijze. Icesave biedt bij introductie de hoogste spaarrente zonder voorwaarden in Nederland, vijf procent, en trekt daarmee veel Nederlands spaargeld aan. Dat die rente veel lager ligt dan de rente die Landsbanki in de internationale kapitaalmarkt zou moeten betalen hoeft geen verder betoog.

De Nederlandse toezichthouder

In Nederland is de minister van Financiën verantwoordelijk voor het toezicht op financiële markten en instellingen. Dit toezicht is vastgelegd in de Wet op het financieel toezicht (Wft), die sinds 1 januari 2007 van kracht is. Het feitelijke toezicht wordt deels door De Nederlandsche Bank (DNB) en deels door de Autoriteit Financiële Markten (AFM) uitgevoerd. Hierbij richt de AFM zich op het zogenoemde gedragstoezicht en De Nederlandsche Bank op het prudentieel toezicht op banken, verzekeraars en pensioenfondsen in Nederland. Hier wordt toegespitst op het prudentieel toezicht op het bankwezen.

Banken die in Nederland willen opereren hebben in principe een vergunning nodig die DNB pas afgeeft wanneer de bank aan de eisen van betrouwbaar en deskundig bestuur en financiële stabiliteit voldoet. Daarna blijft DNB controleren of de betreffende bank aan de eisen blijft voldoen. Vanwege de geheimhoudingsplicht doet DNB daarover geen mededelingen naar buiten. Banken die al in een ander EU-land, of enkele andere landen zoals IJsland, Noorwegen en Liechtenstein, een vergunning hebben, kunnen in Nederland opereren op basis van hun buitenlandse bankvergunning. Die banken en in Nederland gevestigde bijkantoren van zulke banken vallen onder het toezicht van de toezichthouder in het thuisland en dus niet onder het toezicht van DNB.

De EU-regel dat het bancaire toezicht uitgevoerd wordt door het thuisland, IJsland, en niet het gastland, Nederland, is vastgelegd in de zogenaamde Tweede Coördinatie-richtlijn Bankrecht uit 1988. Voor die tijd lag het toezicht juist wel bij het gastland. Maar in de praktijk bleek dat tot protectionistisch gedrag en een belemmering van de Europese financiële integratie te leiden. Door het toezicht bij het thuisland te leggen en banken toe te staan op basis van hun

Tabel 1

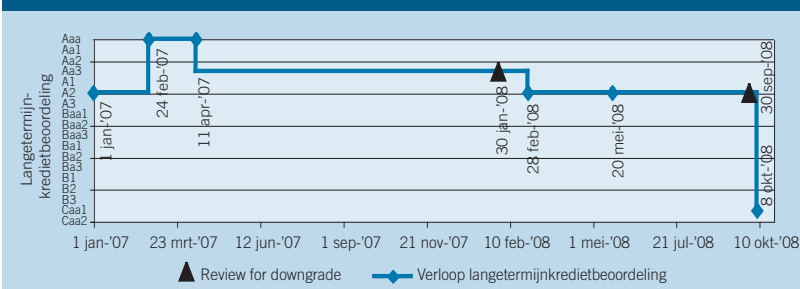
Beoordelingssystematiek van Moody's¹.

Lange termijn		Korte termijn		Financiële sterkte	
Aaa	Minimaal risico	P1	Superieur	A	Superieur
Aa	Zeer laag risico	P2	Sterk	B	Sterk
A	Laag risico	P3	Acceptabel	C	Adequaat
Baa	Gemiddeld risico	NP	Faillissement	D	Matig
Ba	Substantieel risico			E	Serieuze problemen
B	Hoog risico				
Caa	Zeer hoog risico				
Ca	Zeer speculatief				
C	Hoogste risico				
D	Faillissement				

¹ Bij de langetermijnratings worden voor elk niveau behalve Aaa nog drie subniveaus onderscheiden. Aa1 is dan bijvoorbeeld beter dan Aa2. Bij de financiële sterkte kunnen letters worden aangevuld door de symbolen + en -.
Bron: Moody's, 2009

Figuur 1

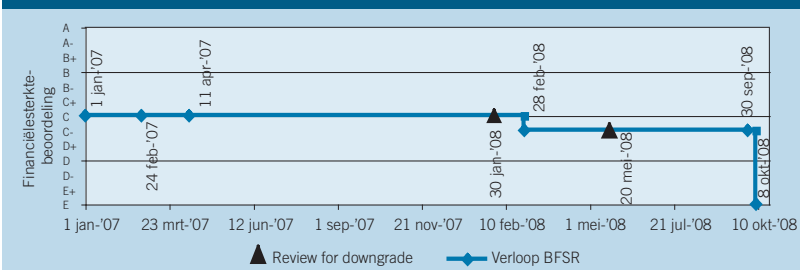
Langetermijnkredietbeoordeling van Landsbanki door Moody's.



Bron: Landsbanki; Moody's

Figuur 2

Financiëlesterktebeoordeling van Landsbanki door Moody's.



Bron: Landsbanki; Moody's

ationale vergunning binnen heel Europa te opereren, ontstond in de praktijk snel de beoogde financiële integratie zonder dat daarvoor tijdrovende harmonisering van de toezichtregels vereist was. Dat gebrek aan harmonisatie is in het geval van Icesave de zwakke plek in het systeem gebleken. Want hoewel door onderlinge afspraken tussen landen de toezichtregels in grote lijnen vergelijkbaar zijn, blijven er inhoudelijke verschillen tussen landen. Misschien nog belangrijker is het feit dat er geen supranationaal of zelfs Europees toezicht is op de kwaliteit van het nationaal toezicht. In het geval van tekortschietend toezicht op Icesave door Landsbanki beroept DNB zich enerzijds op haar geheimhoudingsplicht en anderzijds op haar gebrek aan voldoende instrumenten omdat niet DNB maar de IJslandse toezichthouder verantwoordelijk was.

De kredietbeoordelaars

Wereldwijd is er een beperkt aantal gerenommeerde kredietbeoordelaars actief. Deze bedrijven beoordelen de kredietwaardigheid van landen, ondernemingen en producten zoals verschillende typen schuld papier. Zowel Moody's als Fitch heeft Landsbanki van ratings voorzien. Aangezien Moody's de bekendste van deze twee is, wordt de analyse beperkt tot deze kredietbeoordelaar. Moody's kent een langetermijnrating van drie tot vijf jaar, een kortetermijnrating tot 13 maanden, en een rating van de financiële sterkte: *Bank's financial strength rating*, BFSR. Bij de eerste twee ratings wordt de kredietwaardigheid over een bepaalde horizon gemeten. Bij de laatste rating wordt gekeken naar de intrinsieke kracht van een bank, exclusief mogelijke ondersteuning door externe partijen als de overheid. In tabel 1 staat de ratingsystematiek van Moody's uiteengezet. De volatiliteit van de rating begin 2007 wordt veroorzaakt door een nieuwe berekeningsmethode van Moody's, leidend tot een opwaardering. Onder druk van de markt heeft Moody's in april de nieuwe systematiek teruggetrokken en Landsbanki afgewaardeerd. Aan het begin van 2008 heeft Landsbanki dan de volgende ratings: Aa3 (lange termijn), P-1 (korte termijn) en C (BFRS). Vanwege de slechte winstverwachtingen plaatst Moody's Landsbanki eind januari 2008 op een *Review for downgrade*. Dit betekent dat de bank grondig zal worden onderzocht waarna er op korte termijn zal worden geconcludeerd of de rating zal moeten worden verlaagd. Er zijn zorgen over het businessmodel waarbij de meerderheid van de inkomsten uit *investment* en *corporate banking* komt. Ook is de afhankelijkheid van internet spaarrekeningen toegenomen. Deze financieringsbron verzorgt dan al twintig procent van de finan-

ciering. Er worden vraagtekens gezet bij de stabiliteit van deze rekeningen. De beoordeling wordt een maand later gevolgd door een verlaging van Aa3 naar A2 (lange termijn). Op 20 mei wordt deze rating nogmaals bevestigd. Pas na de nationalisering van een andere IJslandse bank, Glitnir, eind september 2008 geeft Moody's aan dat alle ratings van Landsbanki onderzocht zullen worden en volgt opnieuw een *Review for downgrade*. Figuur 1 geeft een totaalbeeld van de langetermijnrating. In deze figuur geeft een driehoek het moment aan waarop Landsbanki een *Review for Downgrade* krijgt.

De BFSR illustreert of een bank ook zonder overheidssteun in staat is om aan de schulden te voldoen (figuur 2). Deze rating laat een interessant beeld zien: de BFSR bevindt zich in 2007 en 2008 op C-niveau en vanaf eind februari 2008 op het niveau van C-. Ter vergelijking: in september 2008, de maand voor het faillissement van Landsbanki, hadden de Nederlandse banken stuk voor stuk een hogere financiële sterkterating. De Rabobank had een B+, ABN Amro een B-, ING Bank een B, SNS Bank een C+ en Fortis Bank een C. Kortom, zonder hulp van de IJslandse overheid wordt Landsbanki slechts als matig beoordeeld door de ratingbureaus.

Wat vooral opvalt aan deze ratings is de grote mate van stabiliteit. De kortetermijnrating is van begin 2007 tot aan het faillissement niet veranderd, terwijl die van de lange termijn en de BFSR slechts eenmaal, en dan nog maar één stap, omlaag gaan. Het lijkt erop dat Moody's in het geval van Landsbanki achter de feiten aanloopt: ondanks toenemend risico verandert de rating niet. Er is veel empirisch bewijs dat dit niet de uitzondering maar de regel is (Hull *et al.*, 2004). Kredietbeoordelaars streven stabiliteit na waardoor ratings zich vertraagd aanpassen aan nieuwe informatie. Ze zijn dus notoir onbetrouwbaar als indicator voor een risico van een faillissement op korte termijn. In het beste geval zeggen ze iets over het relatieve risico van een bank ten opzichte van andere banken.

Een tweede opmerkelijk fenomeen is dat de relatie tussen de kredietwaardigheid van landen en van de in die landen opererende banken niet zichtbaar wordt. Terwijl de kredietwaardigheid van IJsland in mei 2008 omlaag wordt bijgesteld vanwege de inschatting dat het land niet in staat zal zijn zijn eigen banken te redden als de noodzaak daar is, blijft de langetermijnrating van Landsbanki, die mede gebaseerd is op de te verwachten ondersteuning door de IJslandse staat, gelijk. De gedachte dat een rating voldoende informatie biedt over de mate van risico van een bank is daarmee onjuist. Wie wel op die langetermijnrating vertrouwd zou geen aanleiding hebben gezien om uit Icesave te stappen voor het te laat was.

Informatie in financiële markten

Sinds een jaar of tien is de markt voor *credit default swaps* (CDS) bezig aan een imposante opmars. De CDS is een kredietderivaat waarmee een belegging

in bedrijfsobligaties verzekerd kan worden tegen faillissement van de uitgevende partij (kader 1). Dit is interessant omdat bij een faillissement niet alleen aandelenbezitters getroffen worden. Ook obligatiehouders krijgen meestal maar een gedeelte van hun investering terug: de zogenaamde *recovery rate*. Landsbanki heeft verschillende CDS-series die verhandeld worden, zoals de vijfjaarsserie die in de literatuur meestal als benchmark genomen wordt. In figuur 3 wordt het koersverloop van de CDS van Landsbanki vergeleken met dat van Rabobank en Fortis Bank.

Zoals alle prijzen die op financiële markten bepaald worden, komt ook de CDS-spread tot stand op basis van de verwachte toekomstige ontwikkelingen over de resterende looptijd van het contract. Dat leidt tot aanzienlijke volatiliteit en een scherp contrast met de grotendeels terugkijkende ratings. Figuur 3 laat zien dat de markt het risico op faillissement van Landsbanki vanaf eind 2007 steeds hoger inschat. Vanaf begin 2008 komt de spread niet meer onder de twee procent, tweehonderd basispunten, en vanaf eind juni niet meer onder de 4,5 procent. Vanwege de internationale kredietcrisis stijgen ook de premies voor de Nederlandse banken waarvan we hier alleen Rabobank, met de hoogste kredietwaardigheid en laagste premie, en Fortis tonen. In deze periode zit qua rating Fortis (Aa3) ongeveer tussen Rabobank (Aaa) en Landsbanki (A2) in, maar de markt maakt een duidelijk onderscheid en ziet Landsbanki als een extreem groot risico vanaf maart 2008. In oktober 2008 is de spread zelfs opgelopen tot meer dan 25 procent.

Conclusies

Blind vertrouwen op kredietratings als goede indicatoren voor de mate van faillissementsrisico van een bank in de nabije toekomst is volkomen misplaatst. Op zijn best maakt een rating een vergelijking tussen banken mogelijk. Tegelijkertijd blijkt het in de praktijk voor nationale en internationale toezichthouders

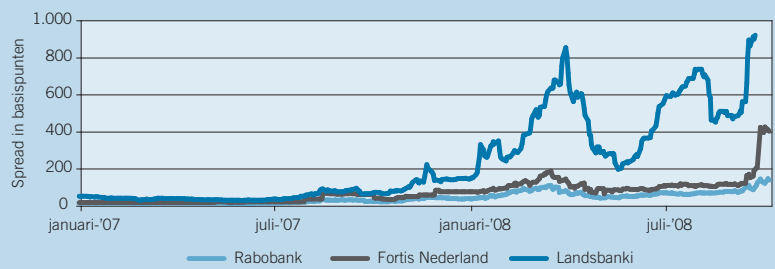
Kader 1

Bij een CDS-contract verplicht de tegenpartij zich om bij een faillissement het verloren geld terug te betalen. Stel dat het bedrijf per obligatie van 1.000 euro nominaal 400 euro terug kan betalen uit de geliquideerde bezittingen, dan is de schade voor een belegger 600 euro. Deze 600 euro wordt dan vergoed door de tegenpartij. Net zoals elke verzekering, heeft ook een CDS zijn prijs. De verzekeringnemer verplicht zich bij afsluiten van een CDS om maandelijks een bedrag over te maken naar de tegenpartij. Deze risico- en verzekeringspremie is dus vooral afhankelijk van de recovery rate en de faillissementskans. Hoe hoger die laatste, hoe hoger de premie. Overigens hoeft een CDS niet gebruikt te worden om risico's af te dekken, ook speculeren is mogelijk.

SINDS 1916

Figuur 3

CDS-spreads van Landsbanki, Rabobank en Fortis Nederland.



Bron: Thomson Reuters Datastream

moeilijk om het publiek te waarschuwen voor de risico's die een bank of een land loopt. Waarschuwingen van zowel IMF als DNB worden normaliter in globale en algemene termen gegeven. Tot op zekere hoogte is daar begrip voor. Zowel de formele geheimhoudingsplicht als het besef dat een expliciete waarschuwing door een gezaghebbende autoriteit direct een run op een bank kan veroorzaken, zal leiden tot terughoudendheid bij de toezichthouders en de neiging om met stille diplomatie achter de schermen te opereren. Toch overtuigt dit antwoord in het geval van Icesave en Landsbanki niet volledig. DNB moet zowel geweten hebben van de door het IMF aangeduide fragiliteit van de IJslandse economie als van de dominante rol van de financiële sector in IJsland. Ook de prijsontwikkelingen in de CDS-markt moeten een waarschuwing zijn geweest. De spagaat tussen wel of niet het publiek informeren is voor DNB een onoplosbaar probleem gebleken. Er is een simpele verbetering van de huidige situatie mogelijk. DNB zou ertoe moeten overgaan om, voor zover beschikbaar, op dagbasis van alle in Nederland opererende banken de kredietrating door een of meer van de internationaal erkende beoordelaars en de CDS-spread te publiceren op de website. Het gaat hier om publieke informatie. Van schending van de vertrouwelijkheid is geen sprake, maar de transparantie van de markt zou er sterk door toenemen. Zowel spaarders als beleggers zouden hierdoor een beter onderbouwde beslissing kunnen nemen. Met name de niet verzekerde lagere overheden zouden wellicht hun verliezen hebben kunnen beperken. Het is zeer de vraag of er minder geld van particuliere spaarders naar Icesave zou zijn gegaan als DNB deze informatie wel op de site had gezet. Het huidige depositogarantiestelsel heeft een negatieve stimulans gehad. Voor zover er in Nederland in de media in de loop van 2008 aandacht werd besteed aan het risico van sparen bij banken als Icesave, werd daar met enige regelmaat aan toegevoegd dat niemand zich daar, mits het bedrag beperkt werd, zorgen over hoefde te maken omdat deposito's toch volledig gegarandeerd waren tot een bedrag van 20.000 euro en voor negentig procent gegarandeerd voor de volgende 20.000 euro. Daarmee is het depositogarantiestelsel verworden van een nuttige bescherming van kleine onwetende spaarders tot een stimulans om te sparen bij banken met de hoogste rente en het hoogste risico. Gevoegd bij het gebrek aan internationale harmonisering van regels en kwaliteit van toezicht is dit een fatale mix gebleken. Niet alleen het toezicht kan verbeterd worden; ook hervorming van het depositogarantiestelsel mag zeker niet vergeten worden.

LITERATUUR

- Hull, J., M. Predescu en A. White (2004) The relationship between credit default swap spreads, bond yields and credit rating announcements. *Journal of Banking and Finance*, 28(11), 2789-2811.
- International Monetary Fund (2008) *Iceland: 2008 article IV consultation – concluding statement*. Washington, D.C.: IMF.
- Moody's (2008a) *Moody's assigns negative outlook to Iceland's rating*. Persbericht op sedlabanki.is.
- Moody's (2009) *Rating symbols & definitions*. Uitleg rating op www.moodys.com.