

## ARTIKELEN

# Bijdrage van ratingbureaus aan ontstaan kredietcrisis onderzocht

## Doet de verordening inzake ratingbureaus genoeg om een nieuwe zeperd te voorkomen?

B.A. Boersma

### 1 Inleiding

Ratingbureaus, ook wel aangeduid als kredietbeoordelaars of *credit rating agencies*, verstrekken een oordeel over de waarschijnlijkheid dat een geldnemer kan voldoen aan zijn betalingsverplichtingen uit hoofde van één of meer financiële verplichtingen. In navolging van een praktijk die een eeuw geleden in de Verenigde Staten van Amerika is ontstaan met de publicatie van het boek *Analyses of Railroad Investments*, waarin John Moody de kredietwaardigheid van 200 spoorwegobligaties beoordeelde, zijn de door ratingbureaus afgegeven kredietbeoordelingen of *ratings* grofweg de laatste twee decennia gemeengoed geworden in de Europese financiële markten. Het vertrouwen van beleggers in kredietbeoordelingen is, of was dat althans tot het uitbreken van de kredietcrisis, dermate groot, dat een lagere kredietbeoordeling zich onlosmakelijk vertaalt in een hogere door de geldnemer te betalen rente.

Ratingbureaus hebben een doorslaggevende rol gespeeld in de opkomst en terugval van gestructureerde financieringsinstrumenten. Door het toekennen van fraaie beoordelingen aan vele duizenden gestructureerde financieringsinstrumenten waaronder met name *subprime residential-mortgage backed securities* (verder: RMBS) en daarop gebaseerde *collateralized debt obligations* (verder: CDO's), droegen ratingbureaus bij aan de fenomenale groei van deze instrumenten tussen 2001 en 2007 tot een markt van ruim \$9 triljoen.<sup>1</sup> Wonderbaarlijk is dat ongeveer 80% van de in Europa verkochte RMBS's en CDO's, met vooral riskante Amerikaanse *subprime* hypothecaire leningen als onderpand, de allerhoogste kredietscore AAA (of Aaa) ontvingen van ratingbureaus, een miniem kredietrisico indicierend. Investeerders vertrouwden ogenschijnlijk blindelings op dat positieve oordeel door de beoordeling van de kredietwaardigheid van RMBS's en CDO's effectief aan ratingbureaus uit te

1 De belangrijkste andere gestructureerde financieringsinstrumenten zijn *commercial mortgage-backed securities* en *asset-backed securities*. De reikwijdte van dit artikel is beperkt tot RMBS en CDO's, omdat ratingbureaus door optimistische ratings van die instrumenten de kredietcrisis mede hebben veroorzaakt, maar de gesignaleerde problemen spelen ook bij andere gestructureerde financieringsinstrumenten.

besteden.<sup>2</sup> Inmiddels is echter duidelijk geworden dat die schattingen aan de optimistische kant waren, zoals blijkt uit het afboeken van liefst \$1,5 triljoen aan RMBS's van AAA naar *junk bond*-status door Standard & Poor's Rating Service (verder: S&P)<sup>3</sup> sinds het uitbreken van de recessie en uit 83 RMBS-transacties met een AAA rating van Fitch Ratings<sup>4</sup> die in 2008 resulteerden in betalingsverzuim, waarbij moet worden bedacht dat momenteel slechts enkele vennootschappen wereldwijd over een AAA-rating beschikken.

Ondanks de spilfunctie die ratingbureaus vervullen in de hedendaagse financiële markten en anders dan in de Verenigde Staten, waren ratingbureaus tot voor kort nauwelijks onderworpen aan Europees of nationaal toezicht. De Europese Commissie concludeerde in maart 2006 nog dat zelfregulering op basis van de door de Internationale Organisatie van Effectenregelgevers (verder: IOSCO) opgestelde gedragscode afdoende was,<sup>5</sup> en herhaalde dit in januari 2007. De Commissie veranderde eind 2008 diametraal van koers, omdat de ratingbureaus door onderschatting van de kredietrisico's verbonden aan gestructureerde financieringsinstrumenten hebben bijgedragen aan het ontstaan van de financiële crisis.<sup>6</sup> Op 16 september 2009 namen het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie de verordening inzake ratingbureaus aan die, met uitzondering van een aantal bepalingen, op 7 december 2009 in werking is getreden (verder: CRA Verordening).<sup>7</sup> Het falen van ratingbureaus wordt gecorrigeerd met gedetailleerde maatregelen ter vermindering van belangenconflicten en stringente transparantie- en informatieverplichtingen voor kredietbeoordelaars.

Dit artikel is als volgt opgebouwd: in paragraaf 2 besteed ik aandacht aan de opkomst van kredietbeoordelaars in Europa en hun belangrijkste werkzaamheden. Daarna bespreek ik de redenen voor het overschatten van de kredietwaardigheid van gestructureerde financieringsinstrumenten door ratingbureaus en de negatieve bijdrage die dat heeft geleverd aan het ontstaan van de kredietcrisis (par. 3). In paragraaf 4 komt de CRA Verordening aan bod en onderzoek ik of ratingbureaus in Nederland aansprakelijk kunnen worden gehouden voor gebrekkige kredietbeoordelingen. Ik sluit deze bijdrage af met een bespreking van een mogelijke aanvulling op de CRA Verordening, het oprichten van een communautair ratingbureau voor het beoordelen van gestructureerde financieringsinstrumenten (par. 5).

2 Zie: IOSCO, *The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets – Final Report*, mei 2008, p. 2.

3 S&P is een onderdeel van de aan de beurs van New York genoteerde The McGraw-Hill Companies, Inc.

4 Fitch Ratings is een van de handelsnamen van Fitch, Inc., een naar het recht van Delaware opgerichte onderneming met een dubbele notering aan de beurzen van New York en Londen. Mr. De Lacharrière is haar middellijke grootaandeelhouder.

5 Europese Commissie, *Communication from the Commission on Credit Rating Agencies*, OJ 2006 59/2, p. 5.

6 Europese Commissie, *Voorstel voor Verordening van het Europees Parlement en de Raad inzake ratingbureaus*, Brussel, 12 november 2008, p. 2.

7 Verordening (EG) nr. 1060/2009 van het Europees Parlement en de Raad inzake ratingbureaus, Brussel, 16 september 2009.

## 2 Opkomst en werkzaamheden kredietbeoordelaars

### 2.1 *Opkomst van kredietbeoordelaars in Europa*

De vraag naar kredietbeoordelingen van financiële instrumenten is vanaf haar ontstaan een eeuw geleden beduidend groter geweest in de Verenigde Staten dan in Europa. Europese geldnemers financierden hun geldbehoeften tot de jaren zestig voornamelijk met bankleningen, terwijl de Verenigde Staten toen al over aanzienlijke kapitaalmarkten beschikten. De compacte geografie van Europa stelde bankensyndicaten in staat op redelijk efficiënte wijze zelfstandig informatie te verzamelen over hun geldnemers, zodat nauwelijks vraag bestond naar de diensten van externe ratingbureaus.<sup>8</sup> De kentering kwam in de jaren zestig met een langzamerhand ontluikende Europese obligatiemarkt (*Eurobonds*). Anders dan een bankensyndicaat, was de groep van obligatiehouders wijdverspreid. Deze ontwikkeling bracht met zich mee dat onderzoek naar de kredietwaardigheid van financiële instrumenten door één kredietbeoordelaar in plaats van door verschillende individuele investeerders afzonderlijk efficiënt werd. De toonaangevende Amerikaanse ratingagencies, Moody's Investors Service (verder: Moody's)<sup>9</sup> en S&P, openden twee decennia daarna Europese dochterondernemingen en begonnen ook in Europa obligaties van een rating te voorzien. De Europese Commissie hielp de kredietbeoordelaars verder in het zadel met het afkondigen van de Europese richtlijn inzake de kapitaaltoereikendheid van beleggingsondernemingen en kredietinstellingen van 1993, die voorschreef dat financiële instellingen meer kapitaal moeten aanhouden voor investeringen met een *speculative grade* van ratingbureaus. Dit voorschrift leidde tot een toenemend gebruik van kredietbeoordelingen in Europa. Sindsdien is het gebruik van ten minste een rating bij de uitgifte van een financieel instrument de norm geworden.

De ratingmarkt wordt gedomineerd door drie ratingbureaus, Moody's, S&P en Fitch Ratings, die gezamenlijk ruim 95% van alle kredietbeoordelingen produceren. Alle drie hebben hun hoofdkantoor in de Verenigde Staten en staan daar sinds de inwerkingtreding van de Credit Rating Agency Reform Act 2006 (verder: Credit Rating Act) op 27 juni 2007 onder toezicht van de Securities and Exchange Commission. Fitch Ratings heeft door overnames haar marktaandeel in Europa uitgebreid tot 16% en liefst 33% in de Verenigde Staten. Omdat gebruikelijk is dat twee kredietbeoordelingen worden gevraagd in een transactie, beschikken deze drie ondernemingen *de facto* over een duopolie. Geen enkel ratingbureau is in Nederland gevestigd.

### 2.2 *Wat doen credit rating agencies eigenlijk?*

Ratingbureaus schatten de kans dat een land of vennootschap in algemene zin of met betrekking tot één of meer schuldinstrumenten kan voldoen aan zijn betalingsverplichtingen op een bepaald toekomstig moment. Een ratingbureau weegt

8 Zie L.J. White, *The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis*, in: R.M. Levich (red.), *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Boston: Kluwer 2002, p. 10.

9 Moody's is een dochteronderneming van Moody's Corporation, een aan de New Yorkse beurs genoteerde onderneming.

bij het vaststellen van een rating mee het bedrag dat een investeerder na betalingsverzuim vermoedelijk zal kunnen verhalen.<sup>10</sup> Daarnaast verrichten ratingbureaus in toenemende mate nevenactiviteiten, waaronder het opstellen van marktvooruitzichten en het inschatten van economische trends (bijlage 1, afdeling B onder 4, tweede alinea CRA Verordening). De betekenis van een rating is beperkt. Ratingbureaus doen geen uitspraak over de waarde, prijs, liquiditeit of volatiliteit van financiële instrumenten van een vennootschap (art. 3 lid 2 onder c CRA Verordening). Een rating is dan ook niet bedoeld als advies om een beoordeeld instrument te kopen of verkopen (art. 3 lid 2 onder a CRA Verordening).

De manier waarop ratingbureaus tot hun kredietbeoordelingen komen, is niet eenduidig. Meestal verzoekt een uitgevende instelling of *underwriter* een ratingbureau de kredietwaardigheid van een nog uit te geven financieel instrument te beoordelen. Het komt ook, maar minder vaak, voor dat een kredietbureau een ongevraagde kredietbeoordeling afgeeft (*unsolicited* rating). Het is gebruikelijk dat een ratingbureau wordt betaald voor het afgeven van een kredietbeoordeling door de vennootschap die het beoordeelt; ratingbureaus gebruiken het zogenoemde *issuer-pays*-model, een inherent tegenstrijdig belang dat de onafhankelijkheid van ratingbureaus beschadigt; hierover meer in paragraaf 3.2. Uitzonderingen op de 'uitgevende instelling betaalt'-regel vormen een aantal kleinere ratingbureaus die hun vergoeding direct ontvangen van investeerders en ratingbureaus die ongevraagde ratings uitbrengen. Ratingbureaus maken het resultaat van de rating aan de beoordeelde entiteit bekend voor publicatie om eventuele feitelijke onjuistheden te kunnen corrigeren. Ratingbureaus blijken kredietbeoordelingen een aantal keren onder druk van uitgevende instellingen te hebben aangepast voor publicatie.<sup>11</sup> De CRA Verordening tracht een halt toe te roepen aan deze dubieuze praktijk door een ratingbureau te laten vermelden of de rating aan de beoordeelde entiteit is bekendgemaakt voor openbaarmaking<sup>12</sup> en naar aanleiding daarvan is gewijzigd (bijlage 1, afdeling D, onder I, paragraaf 2 onder a CRA Verordening). De grotere kredietbeoordelaars verspreiden kredietbeoordelingen door publicatie op hun website, terwijl een aantal kleinere bureaus hun kredietbeoordelingen uitsluitend bekendmaakt aan betalende abonnees. Na publicatie van de kredietbeoordeling, blijven ratingbureaus beoordeelde entiteiten en door hen uitgegeven financiële instrumenten volgen. Belangrijke nieuwe informatie wordt tot uitdrukking gebracht door herziening of herbevestiging van de kredietbeoordeling.

Ratingbureaus komen tot hun kredietbeoordelingen door analyse van openbare informatie inzake de betalingsgeschiedenis van de uitgevende instelling, haar gecontroleerde jaarrekening en jaarverslag. Behalve bij ongevraagde ratings, verzamelen ratinganalysten bovendien informatie die niet openbaar is gemaakt door

10 S&P, Understanding Standard & Poor's Rating Definitions, 3 juni 2009, p. 4.

11 11% van 1956 geïnterviewde beleggingsexperts zei desgevraagd getuige te zijn geweest van een dergelijke aanpassing door ratingbureaus, zie: <[www.cfainstitute.org](http://www.cfainstitute.org)>.

12 Dit is in zoverre merkwaardig, omdat een ratingbureau verplicht is de beoordeelde entiteit twaalf uur vóór de openbaarmaking van de rating in kennis te stellen van het resultaat van de beoordeling, zie: bijlage 1, afdeling D, onder I(3) CRA Verordening.

B.A. Boersma

ontmoetingen met leidinggevend personeel en bezoeken aan het kantoor van de emittent, daarmee het ratingproces een subjectieve invalshoek gevend. Ratingbureaus verifiëren de juistheid van de ontvangen informatie niet (bijlage 1, afdeling D, onder II(2) en overweging 35 CRA Verordening). Opvallend is dat ratingbureaus kunnen beschikken over voorwetenschap direct verkregen van een beursgenoteerde uitgevende instelling.<sup>13</sup> Een uitgevende instelling mag openbaarmaking van voorwetenschap uitstellen indien aan een drietal cumulatieve voorwaarden is voldaan, waaronder dat uitstel een rechtmatig belang van de uitgevende instelling dient, bijvoorbeeld wanneer openbaarmaking de uitkomst of het normale verloop van onderhandelingen negatief kan beïnvloeden.<sup>14</sup> Art. 5:25i lid 5 en 6 Wet op het financieel toezicht (Wft) geeft een uitgevende instelling in zulke uitzonderlijke gevallen waarschijnlijk een vrijbrief voorwetenschap te delen met ratingbureaus,<sup>15</sup> mits die tot geheimhouding zijn gehouden. De drie dominante ratingbureaus, S&P, Moody's en Fitch Ratings, hebben zich vanzelfsprekend verbonden voorwetenschap die emittenten met hen delen geheim te houden.<sup>16</sup> Het is aanneemelijk dat kredietbeoordelingen aan nauwkeurigheid winnen indien ratingbureaus toegang hebben tot voorwetenschap. Dat voordeel weegt echter niet op tegen het risico dat investeerders daardoor overmatig vertrouwen op kredietbeoordelingen en onvoldoende eigen onderzoek verrichten naar de kredietwaardigheid van uitgevende instellingen of door hen uitgegeven instrumenten. Daarom zou het beter zijn geweest indien een eind zou zijn gemaakt aan deze voorkeurspositie van ratingbureaus, hetgeen om niet nader bekendgemaakte redenen niet is gebeurd.

De ratingbureaus maken voor het toekennen van een kredietbeoordeling gebruik van een vast rangordesysteem, gerangschikt naar de kans op wanbetaling. Sinds inwerkingtreding van de CRA Verordening moet een extra symbool worden gebruikt om gestructureerde financieringsinstrumenten te onderscheiden van traditioneel

- 13 Een rating kan zelf ook kwalificeren als voorwetenschap, met name indien het ratingbureau toegang heeft tot informatie die niet openbaar is gemaakt. De Europese Commissie suggereert dat een rating zelfs kan kwalificeren als voorwetenschap indien een ratingbureau toegang heeft tot informatie die niet openbaar is gemaakt, zie: Europese Commissie, Communication from the Commission on Credit Rating Agencies, OJ 2006 59/2, p. 3. Deze opvatting strookt niet met overweging 31 van de Richtlijn Marktmissbruik, volgens welke op basis van openbare gegevens verricht onderzoek en aan de hand van die gegevens opgestelde ramingen niet als voorwetenschap kunnen worden beschouwd.
- 14 Art. 5:25i lid 3 onderdeel a Wft jo. art. 4 lid 1 onderdeel a Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft.
- 15 Op grond van art. 5:25i lid 5 en 6 Wft mogen uitgevende instellingen voorwetenschap niet delen met derden, tenzij dit gebeurt in het kader van de normale uitoefening van hun werk. Gelet op het Grøngaard en Bang-arrest (HvJ EG 22 november 2005, JOR 2006, 49 m.nt. F.G.H. Kristen) dient deze uitzondering restrictief te worden opgevat. Voorwetenschap mag alleen worden verstrekt aan derden indien mededeling strikt noodzakelijk is voor hun werk en daarmee een nauwe band bestaat. Hierbij ware te denken aan een directiesecretaresse die in een bepaalde kring notulen moet verspreiden waarin voorwetenschap is verwerkt, of de persvoorlichter wiens taak het is de informatie openbaar te maken, zie Kamerstukken II 1996/97, 25 095, nr. 3, p. 8. Ook het delen van voorwetenschap met ratingbureaus is waarschijnlijk toegestaan, zo volgt althans uit: Europese Commissie, Communication from the Commission on Credit Rating Agencies, OJ 2006 59/2, p. 3, en bijlage 1, afdeling C, onderdeel 3, onder c en d CRA Verordening.
- 16 Deze ratingbureaus hebben zich verbonden voorwetenschap die aan hen is toevertrouwd geheim te houden door opname van art. 3 paragraaf 11 IOSCO-code in hun gedragscodes.

schuldpapier om gebruikers bewuster te maken van hun bijzondere risico's (art. 10 lid 3 en overweging 40 CRA Verordening). De vier hoogste ratingcategorieën, AAA tot BBB voor S&P en Fitch Ratings en Aaa to Baa3 voor Moody's, indiceren een oplopend kredietrisico van extreem laag tot matig en staan bekend als *investment grade*. De overige lettersymbolen duiden riskantere instrumenten aan, in jargon *speculative grade* of *junk bonds*. Het verschil tussen *investment grade* en *speculative grade* is van wezenlijk belang, omdat beleggers aangemoedigd worden of zelfs verplicht zijn uitsluitend te beleggen in financiële instrumenten binnen de *investment grade*-categorie.<sup>17</sup> Aldus vervullen ratingbureaus de functie van poortwachter tot de financiële markten; hun beslissing al dan niet het stempel *investment grade* te plakken op financiële instrumenten bepaalt of een vennootschap toegang krijgt tot bepaalde professionele beleggers. Aan de vraagzijde naar financiële instrumenten helpt een oordeel van een onafhankelijk ratingbureau geldgevers beter geïnformeerde financieringsbeslissingen te kunnen nemen door het verminderen van informatie-asymmetrieën tussen geldgevers en geldnemers.<sup>18</sup> Sinds de implementatie van Basel II gebruiken financiële instellingen onder de standaardbenadering kredietbeoordelingen van door De Nederlandsche Bank (DNB) erkende externe kredietbeoordelingsinstellingen ook voor de berekening van de minimumomvang van hun kapitaal.<sup>19</sup> Dat komt erop neer dat hoe beter de kredietbeoordeling is, des te minder kapitaal behoeft te worden aangehouden door een financiële instelling.

### 3 Ratingbureaus en de wereldwijde crisis

#### 3.1 Securitatisatie aanleiding voor uitbreken wereldwijde crisis

Een traditionele securitatisatietransactie begint met een initiator, meestal een investeringsbank, die van hypotheekverstrekkers verworven hypothecaire leningen overdraagt aan een speciaal voor dat doel gecreëerde juridische entiteit, in Nederland een stichting.<sup>20</sup> De stichting financiert de koopprijs door uitgifte van financiële instrumenten, meestal obligaties, aan professionele marktpartijen, met de leningen

17 Zie: C.A. Hill, *Regulating the Rating Agencies*, *Washington University Law Quarterly*, 2004-43, p. 44. Zo mogen decentrale overheden overtollige middelen uitsluitend voor meer dan drie maanden uitzetten bij financiële instellingen, of in door financiële instellingen uitgegeven waardepapier, met ten minste een AA-rating van ten minste twee ratingbureaus (art. 2 sub a Regeling uitzettingen en derivaten decentrale overheden), zie uitgebreid over deze bepaling: D.H. de Vries en J.L.S.M. Hillen, *De gevolgen van de kredietcrisis voor de beleggingsregels van decentrale overheden*, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2009-2/3, p. 99.

18 Zie: Commission Staff, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies*, Werkdocument, COM 2008, p. 2; G. Akerlof, *The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, *The Quarterly Journal of Economics*, 1970-3, p. 488-500.

19 Art. 61 Besluit prudentiële regels Wft. De Nederlandsche Bank heeft S&P, Moody's, Fitch Ratings en DBRS erkend als externe kredietbeoordelingsinstellingen.

20 De leningen werden oorspronkelijk verstrekt door de banken zelf, maar na toename van het aantal securitisaties werden de meeste hypothecaire leningen verstrekt door gespecialiseerde hypotheekverstrekkers die de leningen direct of indirect doorverkochten aan banken, zie: O. Bar-Gill, *The Law, Economics and Psychology of Subprime Mortgage Contracts*, *New York University Law and Economics Working Papers*, 2008-161, p. 13-14.

als onderpand.<sup>21</sup> De investeerders verkrijgen het recht op de geldstromen die de leningen tijdens de looptijd van de transactie genereren. Deze geldstromen bestaan uit de door huiseigenaren te betalen rente en afbetalingen.<sup>22</sup> De stichting geeft verschillende tranches obligaties uit. Door contractuele achterstelling wordt de rangorde tussen de verschillende obligatiehouders bepaald. Na uitputting van buffers aan in de stichting gestort eigen vermogen en van huiseigenaren afkomstige gelden die niet zijn gebruikt om rente te betalen aan investeerders of andere verplichtingen te voldoen (*credit enhancements*), absorberen eerst de meest junior obligatiehouders verliezen als gevolg van betalingsverzuim door hypothecaire leningnemers totdat hun oorspronkelijke investering is opgesoupeerd. Verliezen worden vervolgens toegerekend aan de daaropvolgende tranche en dat gaat zo door totdat de hoogste categorie is bereikt. Door *credit enhancements* en contractuele achterstelling van junior obligaties bij senior obligaties, konden *subprime* hypotheekleningen met bedroevende kredietbeoordelingen na securitisatie in zo'n 80% van de gevallen als senior obligaties met een AAA-rating worden verkocht. Dat was voordelig voor de initiator, omdat aan die bijna risicoloze obligaties de laagste rente was gekoppeld. Het aantal junior obligaties moest echter dusdanig groot zijn om geloofwaardig te kunnen maken dat de senior categorieën inderdaad een extreem laag kredietrisico lopen.<sup>23</sup>

Het bundelen en verkopen van de rechten uit hypothecaire leningen als RMBS nam vanaf begin 2000 een hoge vlucht.<sup>24</sup> Investeringsbanken gebruikten RMBS niet alleen om het kredietrisico op de leningen te diversifiëren, maar steeds vaker als middel om substantiële inkomsten te genereren. *Subprime* hypotheekleningen boden investeerders een hoger verwacht rendement en waren daarom populaire kandidaten voor securitisaties. Tegelijkertijd werden de securitisaties ingewikkelder en ondoorzichtiger. CDO's stimuleerden in toenemende mate de vraag naar RMBS. Terwijl RMBS normaal gesproken zijn gegrondvest op enkele duizenden hypothecaire leningen, bestaan de meeste CDO's uit een verzameling van ongeveer 200 verschillende RMBS.<sup>25</sup> Steeds meer CDO's gebruikten in plaats van RMBS derivaten als *credit default swaps*, waarbij de stichting het op zich neemt kredietverliezen op bepaalde hypothecaire leningen aan de initiator te vergoeden (synthetische CDO's). Om de pijn van securitisaties gevuld te houden, verlaagden de leningverstrekkers hun leningstandaarden en werden rechten uit hoofde van leningen met een steeds hoger risico verpakt in deze obligaties, waaronder hypothecaire leningen met een

21 Zie K.C. Kettering, *Securitization and its Discontents: the Dynamics of Financial Product Development*, *Cardozo Law Review*, 2008-4, p. 1565.

22 Zie SEC, *Summary Report of Issues Identified in the Commission's Staff's Examination of Select Credit Rating Agencies*, juli 2008, p. 6.

23 Zo ook J.P. Hunt, *Credit Rating Agencies and the 'Worldwide Credit Crisis': The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement*, 2008, p. 8, verkrijgbaar op <[www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)>.

24 Zie aldus *Testimony Concerning Oversight of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* by Chairman Christopher Cox, Senaatscommissie van de Verenigde Staten voor bancaire, residentiële en stedelijke aangelegenheden, 22 april 2008.

25 Zie SEC, *Summary Report of Issues Identified in the Commission's Staff's Examination of Select Credit Rating Agencies*, juli 2008, p. 7.

tweede hypotheek als onderpand, hypotheek met een variabele rente en zelfs NINJA-leningen (leningnemers beschikken over *no income, no job, no assets*).<sup>26</sup> Hoewel kredietbeoordelaars lagere ratings aan de op deze leningen gebaseerde securitisaties zouden hebben moeten afgeven, lieten zij dat na.

De opkomst van RMBS en CDO's vond plaats in een periode van economische voorspoed. Een stortvloed aan kapitaal veroorzaakte historisch lage rentestanden, welke leidden tot stijgende huizenprijzen en maakten dat zelfs *subprime* hypotheekleningen over het algemeen tijdig werden terugbetaald. Door het barsten van de zeepbel op de Amerikaanse huizenmarkt steeg het betalingsverzuim op de onderliggende *subprime* hypotheekleningen vanaf begin 2007, waardoor de kredietbeoordelaars zich genoodzaakt voelden de kredietbeoordelingen van een groot aantal RMBS en CDO's in de loop van 2007 en vooral in 2008 met veelal meer treden te verlagen. Deze kredietverlagingen zetten investeerders aan tot een massale verkoop van deze instrumenten, waardoor hun waarde verder kelderde. Bovendien realiseerden beleggers zich dat de risico's verbonden aan een breed scala van gestructureerde financieringsinstrumenten beduidend groter waren dan tot dan toe werd verondersteld en dat de kwaliteit van de kredietbeoordelingen ontoereikend was. Dat en de besproken complexiteit van deze instrumenten, maakten dat alleen nog maar kon worden gegist naar hun kredietwaardigheid en dus waarde. Door deze problematiek was onduidelijk welke financiële instellingen in de problemen zouden komen, zodat banken huiverig werden om elkaar geld te lenen en de liquiditeit van internationale financiële markten opdroogde.

### 3.2 *Falende rol ratingbureaus in securitisatietransacties*

Ratingbureaus speelden een dubbelrol in securitisaties: behalve hun gebruikelijke rol als onafhankelijke kredietbeoordelaar vervulden zij tevens een adviserende rol. De kredietbeoordeling van de door de stichting uitgegeven obligaties hangt voornamelijk af van de kredietwaarde van de onderliggende hypothecaire leningen en niet van de kredietwaardigheid van de initiator of stichting, zodat flexibiliteit bestaat om de structuur te wijzigen om de gewenste rating te krijgen. Een ratingbureau voorspelt op basis van zijn risicomodellen het aantal leningen in de voorgestelde securitisatiestructuur dat zal resulteren in wanbetalingen en de bedragen die de stichting dan zal kunnen verhalen in verschillende toekomstige marktsituaties. De obligaties ontvangen een AAA-rating indien zij ook in het negatiefste scenario – type *Great Depression* met in de Verenigde Staten een afname van het bruto nationaal product van 26,5% tussen 1929 en 1933 – op tijd zouden worden betaald.<sup>27</sup> Stel dat het ratingbureau berekent dat in die situatie 40% van de leningen niet zal worden terugbetaald en 50% van de waarde daarvan zal kunnen worden verhaald door uitwinning van zekerheidsrechten. De hoogste tranche obligaties ontvangt alleen dan een AAA-rating indien het in de stichting gestorte eigen vermogen en de

26 Het percentage U.S. *subprime* hypothecaire leningen met weinig of geen documentatie nam tussen 2001 en 2006 toe van 28,5 tot 50,8, aldus: A. Ferrell, J.E. Bethel en G. Hu, *Legal and Economic Issues in Litigation Arising from the 2007-2008 Credit Crisis*, Harvard Law and Economics Discussion Paper, november 2008-612, p. 83.

27 S&P, *Understanding Standard & Poor's Rating Definitions*, 3 juni 2009, p. 14.



tranches daaronder (die achtergesteld zijn bij de senior tranche) in staat zijn een 20%-verlies van de totale leningportefeuille te absorberen.<sup>28</sup> Indien het eigen vermogen en de junior tranches in de voorgestelde structuur in staat zouden zijn om niet meer dan 18% van de verwachte verliezen op te vangen, maakt het ratingbureau de initiator – expliciet of impliciet – duidelijk dat de structuur aanpassing behoeft om de gewenste AAA-rating te verkrijgen voor de senior tranche, bijvoorbeeld door het schuiven van 2% van de obligaties uit de senior tranche naar junior tranches. De ratingbureaus vervullen behalve hun traditionele rol van onafhankelijke derde die het kredietrisico beoordeelt van gestructureerde financieringsinstrumenten, op die manier in feite een tweede functie door investeringsbanken te adviseren over de optimale verdeling tussen de senior tranche en de junior tranches, zodat de grootst mogelijke tranche nog net in de AAA-kredietcategorie viel conform de door ratingbureaus gehanteerde risicomodellen.<sup>29</sup> De rating van een gestructureerd financieringsinstrument was niet de uitkomst van het ratingproces, maar een doel op zichzelf.<sup>30</sup> Goed beschouwd, spraken ratingbureaus aldus een oordeel uit over door henzelf opgezette transacties, waardoor getwijfeld kon worden aan hun onafhankelijkheid bij het uitvoeren van hun kredietbeoordelende functie. De CRA Verordening maakt een einde aan deze dubieuze adviespraktijk door een ratingbureau te verbieden formele of informele voorstellen of aanbevelingen te doen voor de opzet van gestructureerde financieringsinstrumenten waarvoor het ratingbureau wordt geacht een rating af te geven (bijlage 1, Afdeling B, lid 5 en overweging 22 CRA Verordening).

Een meer omstreden verklaring voor de abominabele prestaties van ratingbureaus in het schatten van kredietrisico's verbonden aan securitisaties is dat rating agencies opereren in een oligopolische markt, waardoor onvoldoende prikkels zouden bestaan om te concurreren door het afgeven van betrouwbare kredietbeoordelingen. Als maar kan worden bewerkstelligd dat er voldoende concurrenten opstaan naast de drie grootste kredietbeoordelaars, zal dat de kwaliteit van het ratingproces bevorderen, is de gedachte waarop de CRA Verordening sterk leunt.<sup>31</sup> De economen Becker en Milbourn hebben daarentegen aangetoond dat door de opkomst van Fitch Ratings als concurrent van S&P en Moody's de kwaliteit van kredietbeoordelingen juist is afgenomen; toegenomen concurrentie vertaalde zich opmerkelijk genoeg in klantvriendelijkere kredietbeoordelingen van S&P en Moody's.<sup>32</sup> Volgens deze economen leidt een toename van concurrentie tot een afname van de verwachte toe-

28 Dit voorbeeld is ontleend aan: IOSCO 2008, p. 6-7.

29 Aldus ook minister van Financiën Bos, Toekomst financiële sector, Kamerstukken II 2008/09, 32 013, nr. 1, p. 24.

30 Zo ook CESR, Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code and the role of credit rating agencies in structured finance, mei 2008, p. 21-22.

31 Overweging 55 CRA Verordening erkent deze doelstelling expliciet: 'Ook moet het verschijnen van nieuwe actoren op de markt van ratingbureaus gestimuleerd worden.' Een uitwerking daarvan is een ontheffing voor kleinere ratingbureaus van een aantal verplichtingen in de CRA Verordening, mits zij voldoen aan bepaalde criteria.

32 Zie B. Becker en T. Milbourn, Reputation and competition: Evidence from the credit rating industry, Harvard Business School, oktober 2008, p. 32.

komstige inkomsten van ratingbureaus, zodat de prikkels om een goede reputatie in stand te houden door het afgeven van kwalitatief hoogwaardige kredietbeoordelingen corresponderend afnemen.

Het bestaan van een oligopolie kan deels worden verklaard doordat ratingbureaus zich schuldig hebben gemaakt aan anticompetitief gedrag.<sup>33</sup> Nieuwe ratingbureaus zijn in het verleden opgeslokt door een van de grote drie ratingbureaus om hun dominante marktpositie te behouden. Kwajijker is dat Moody's en S&P kennelijk trachtten Fitch Ratings en een ander ratingbureau, DBRS, te weerhouden van het beoordelen van gestructureerde financieringsinstrumenten door de kredietbeoordelingen van CDO's met een of meer treden (*notches*) te verlagen of te weigeren een product te raten indien een ander ratingbureau de meerderheid van de onderliggende instrumenten van een kredietbeoordeling heeft voorzien.<sup>34</sup> Fitch Ratings zag naar eigen zeggen door deze praktijk van *notching* haar marktaandeel in het beoordelen van *mortgage-backed securities* (MBS) afnemen van 65% in 2001 tot 27% in 2002.<sup>35</sup> De CRA Verordening verbiedt rating agencies te weigeren een gestructureerd product een kredietbeoordeling toe te kennen omdat een gedeelte van een financieel instrument reeds door een ander ratingbureau is beoordeeld. Bovendien dient te worden bijgehouden wanneer van bestaande kredietbeoordelingen van andere bureaus met betrekking tot de onderliggende instrumenten wordt afgeweken en wat de redenen daarvoor zijn (art. 8 lid 4 CRA Verordening). Afgevraagd kan overigens worden of publicatie in plaats van registratie van *notching* niet effectiever zou zijn geweest.

De belangrijkste oorzaak voor het falen van ratingbureaus is echter dat een handvol investeringsbanken de markt van gestructureerde financieringsinstrumenten domineerde – in de top 11 hadden de investeringsbanken ieder meer dan 5% en samen bijna 80% van de MBS-markt in handen – en in staat was onevenredige druk uit te oefenen op ratingbureaus om te rooskleurige kredietbeoordelingen af te geven.<sup>36</sup> Dit moet worden gezien in het licht van het in paragraaf 2.2 aangestipte tegenstrijdig belang waaronder de grote ratingbureaus gebukt gaan. Dat tegenstrijdig belang wordt veroorzaakt doordat grote rating agencies worden betaald door de aanbieders van financiële instrumenten. De aanbieders hebben belang bij een zo hoog mogelijke rating en oefenen druk uit op de ratingbureaus om de gewenste

- 33 Een economische verklaring voor het bestaan van een oligopolische ratingmarkt is dat beleggers en uitgevende instellingen kredietbeoordelingen willen van ratingbureaus met een betrouwbare reputatie. Het vereist kostbare investeringen om een dergelijke reputatie en de vereiste expertise op te bouwen. Omdat de grote ratingbureaus die investeringen decennia geleden hebben gedaan en afgeschreven, is het voor nieuwkomers moeilijk om een belangrijke speler te worden op de ratingmarkt, hoewel Fitch Ratings, weliswaar door overnames, heeft bewezen dat het mogelijk is.
- 34 Zie SEC, Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets, januari 2003, p. 24.
- 35 Fitch Ratings, Survey Shows Majority of Structured Finance Executives Oppose Notching as Practiced by Moody's en S&P, 27 maart 2002.
- 36 Zo ook Testimony of Professor John C. Coffee Jr., Professor of Law, Columbia University Law School, Senaatscommissie van de Verenigde Staten voor bancaire, residentiële en stedelijke aangelegenheden, 10 maart 2009, p. 13.

rating te ontvangen, terwijl ratingbureaus een bedrijfsbelang hebben bij deze en eventuele toekomstige opdrachten.<sup>37</sup> In de context van traditioneel schuldpapier is dit tegenstrijdig belang overkomelijk, zoals blijkt uit de veelal succesvolle voorspelling van wanbetalingsgraden in die sector door ratingbureaus.<sup>38</sup> Grote ratingbureaus willen hun goede naam meestal niet in de waagschaal stellen door het afgeven van onbetrouwbare kredietbeoordelingen voor traditioneel schuldpapier, omdat zij over onnoemelijk veel cliënten beschikken die ieder afzonderlijk slechts een klein gedeelte van de winstgevendheid bepalen; het zogenoemde reputatiemechanisme functioneert dan naar behoren. De vrees voor reputatieschade bood echter onvoldoende tegenwicht bij securitisaties, omdat enkele investeringsbanken de ratingbureaus bedienden met een niet aflatende stroom van exorbitant lucratieve transacties, die drie tot vijf keer meer opleverden dan traditionelere transacties.<sup>39</sup> Het was aantrekkelijk voor ratingbureaus om te rooskleurige kredietbeoordelingen af te geven vanwege de enorme winstgevendheid die deze paar cliënten voor ratingbureaus vertegenwoordigden, waardoor zij hun winsten tussen 2002 en 2007 wisten te verdubbelen tot ruim \$6 miljard.<sup>40</sup> Daarbij komt dat gebruikers van kredietbeoordelingen door de complexiteit van gestructureerde financieringsinstrumenten niet of onvoldoende in staat waren de kwaliteit van kredietbeoordelingen te beoordelen, een cruciaal verschil met traditioneel schuldpapier. Geholpen door de opkomst van Fitch Ratings als belangrijke concurrent van S&P en Moody's vroegen investeringsbanken verschillende ratingbureaus om een preliminaire kredietbeoordeling van een voorgenomen structuur teneinde de beste kredietbeoordeling te verkrijgen voor gestructureerde financieringsproducten (*rating shopping*)<sup>41</sup> of dreigden zij een ratingbureau te vervangen door een ander indien het ratingbureau niet bereid was de gewenste kredietbeoordeling af te geven. Deze ontwikkelingen maakten dat ratingbureaus niet bestand waren tegen de door investeringsbanken uitgeoefende druk en agressief met elkaar concurreerden door het afgeven van kwalitatief laagwaardige kredietbeoordelingen (*rating inflation*), een klassieke *race to the bot-*

37 In dezelfde zin minister van Financiën Bos, Toezegging aan de heer Tang om in te gaan op de figuur van concurrentie tussen publieke en private Credit Rating Agencies (CRA's), Brief aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal, 6 maart 2009.

38 Ratingbureaus is wel verweten dat zij in het vorige decennium kredietbeoordelingen van onder meer Enron Corp., Parmalat Finanziaria SpA en, recenter, bepaalde IJslandse banken, Bear Stearns Companies Inc., en Lehman Brothers Holdings Inc. niet tijdig neerwaarts hebben aangepast. Enron had tot vier dagen voor haar faillissement in 2001 een *investment grade* rating, Parmalat beschikte over een dergelijke rating tot tien dagen voor haar faillissement in december 2003, de IJslandse banken hadden een A-rating tot hun deconfiture begin 2008, Bear Stearns behield haar *investment grade* rating tot haar overname door J.P. Morgan Chase & Co. op 30 mei 2008 en Lehman Brothers had een A-rating tot haar faillietverklaring op 15 september 2008.

39 Illustratief is een interne e-mailwisseling tussen werknemers van S&P uit 2007 waarin zij klaagden dat hoewel 'the model does not capture half the risk', dat niet uitmaakte, want 'we rate every deal. It could be structured by cows and we would rate it'.

40 Moody's verdiende in 2007 \$891 miljoen aan het beoordelen van gestructureerde producten, 42% van haar totale inkomsten ten bedrage van \$2,1 miljard.

41 Evenzo: IOSCO 2008, p. 14; R. Dobilas, CEO van Realpoint LLC, SEC Roundtable to Examine Oversight of Credit Rating Agencies, 15 april 2009, p. 11-12.

tom.<sup>42</sup> De CRA Verordening bevat een aantal maatregelen om onder meer *rating shopping* tegen te gaan, die ik hierna in paragraaf 4.2 zal bespreken.

## 4 Het Europese toezichtregime

### 4.1 De IOSCO Code of Conduct<sup>43</sup>

De gedragscode The International Organization of Securities Commissions (IOSCO) bevat voorschriften ter vermindering van belangenconflicten en bevordering van de transparantie van het ratingproces waaraan ratingbureaus op vrijwillige basis mogen voldoen op grond van het principe 'pas toe of leg uit' (art. 4 lid 1 IOSCO-gedragscode). De Commissie van Europese effectenregelgevers (CESR) brengt jaarlijks een rapport uit over naleving van de gedragscode door de ratingbureaus. De kredietcrisis heeft pijnlijk duidelijk gemaakt dat zelfregulering door ratingbureaus op basis van de IOSCO-code onvoldoende waarborgen biedt. Het belangrijkste bezwaar vindt de Europese Commissie dat de gedragscode een handhavingsmechanisme ontbeert en ratingbureaus alleen aanspoort om bij niet-naleving ervan uit te leggen waarom ze dat niet doen.<sup>44</sup> Een illustratie van het tekortschieten van zelfregulering is dat, hoewel verboden op grond van artikel 2.12 IOSCO-code zoals geïmplementeerd door de drie grootste ratingbureaus in hun gedragscodes, ratinganalysten die betrokken waren in het ratingproces van RMBS wel degelijk deelnemen aan onderhandelingen met de initiator over de vergoeding van het ratingbureau, daarmee het in de laatste alinea van paragraaf 3.2 besproken tegenstrijdig belang dat haar oorsprong heeft in het *issuer-pays* model versterkend. Het mag verwacht worden dat de ratingbureaus een gelijkkluidend verbod opgenomen in artikel 7 lid 2 CRA Verordening wel zullen nakomen.

### 4.2 De CRA Verordening

#### *CRA Verordening in een notendop*

De CRA Verordening verplicht ratingbureaus die kredietbeoordelingen afgeven in de EU zich voor 7 september 2010 te registreren bij de bevoegde autoriteit van de lidstaat waar het ratingbureau zijn statutaire zetel heeft (hierna: lidstaat van her-

42 Illustratief is dat Moody's aan het begin van het millennium het uitgangspunt hanteerde dat een CDO niet de hoogste rating kon ontvangen als het onderpand uitsluitend uit hypotheek bestond. Moody's verloor marktaandeel, omdat S&P en Fitch Ratings niet zo'n voorzichtige regel toepasten. Nadat Moody's deze regel in 2004 introk, nam haar marktaandeel exponentieel toe, aldus: Europees Economisch en Sociaal Comité, Advies over Ratingbureaus, 13 mei 2009, par. 2.13.

43 De IOSCO-gedragscode bestaat uit de in september 2003 gepubliceerde Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies en de in december 2004 afgekondigde Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, zoals in mei 2008 gewijzigd naar aanleiding van de kredietcrisis.

44 Voormalig EU-commissaris voor de Interne Markt en diensten McCreevy vergeleek de gedragscode zelfs met een 'tandeloze tijger', zie: C. McCreevy, Credit Rating Agencies, Persconferentie over credit rating agencies, 12 november 2008.

B.A. Boersma

komst).<sup>45</sup> Een vooral op papier ingrijpende voorwaarde voor registratie is dat ratingbureaus met hoofdkantoor buiten de EU een dochteronderneming in de EU moeten oprichten. In de praktijk zal dat op weinig moeilijkheden stuiten, want de grote ratingbureaus beschikken al over verscheidene Europese dochterondernemingen. Anders dan in het Commissievoorstel, is de verplichting een Europese dochteronderneming te creëren in de CRA Verordening bovendien op tweeërlei wijze afgezwakt. Een ontheffing van de Europese vestigingseis en alle organisatorische vereisten is op verzoek beschikbaar voor ratingbureaus uit derde landen, mits onder meer aan de volgende vereisten is voldaan:

1. haar kredietbeoordelingen hebben uitsluitend betrekking op entiteiten gevestigd in of financiële instrumenten uitgegeven in derde landen;
2. het ratingbureau staat onder toezicht in een derde land met een volgens de Europese Commissie gelijkwaardig toezichtregime; en
3. de kredietbeoordelingen zijn niet van belang voor de stabiliteit van de financiële markten van ten minste een lidstaat<sup>46</sup> (het certificatieregime).<sup>47</sup>

Minder verstrekkend is dat in internationale transacties onder eveneens strikte voorwaarden gebruik kan worden gemaakt van een kredietbeoordeling van een niet-Europees ratingbureau dat niet kan voldoen aan de criteria voor certificatie, waaronder in ieder geval S&P, Moody's en Fitch Ratings (het bekrachtigingsregime). Daarvoor dient een in de EU gevestigd ratingbureau een kredietbeoordeling van een aan haar verbonden ratingbureau uit een derde land te bekrachtigen, en (1) de in dat derde land uitgevoerde ratingactiviteiten moeten voldoen aan even strenge eisen als die gesteld in de CRA Verordening, en (2) er bestaat een objectieve reden voor het opstellen van de kredietbeoordeling in dat derde land (art. 4 lid 3 CRA Verordening).

De bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst beslist in samenspraak met toezichthouders uit lidstaten waar het ratingbureau een bijkantoor heeft of het gebruik van ratings voor Europese regelgevingsdoeleinden wijdverspreid is over haar registratieaanvraag, die voor de gehele EU geldt (art. 14 lid 2 jo. art. 15 en 16 CRA Verordening). Om voor registratie in aanmerking te komen, moet een ratingbureau, behalve beschikken over een Europese dochteronderneming (tenzij het ratingbureau is gecertificeerd), voldoen aan vergaande eisen gericht op (1) een onafhankelijker positie van ratingbureaus ten opzichte van hun cliënten, met name door beter om te gaan met belangenconflicten (art. 6 en 7 CRA Verordening) en (2) verhoogde transparantie (art. 8 en 10 t/m 12 CRA Verordening). Een belangrijk voorschrift dat de onafhankelijkheid van ratingbureaus bedoeld te versterken, is de in paragraaf 3.2 genoemde scheiding van advies- en ratingwerkzaamheden. Andere

45 Art. 2 lid 1 jo. art. 14 lid 1 en art. 40 CRA Verordening. De keerzijde is dat financiële instellingen uitsluitend gebruik mogen maken van ratings van geregistreerde ratingbureaus, hoewel de reikwijdte van dat verbod is beperkt tot het gebruik van ratings specifiek met het oog op de naleving van EU-recht, zie: art. 4 lid 1 jo. art. 3 lid 1 onder g CRA Verordening.

46 CESR dient ingevolge art. 21 lid 3 onder d CRA Verordening voor 7 september 2010 een richtsnoer te verstrekken om vast te stellen wanneer daarvan sprake is.

47 Art. 5 lid 1 CRA Verordening. Deze uitzondering voor kleine ratingbureaus past in de aangehaalde doelstelling van de CRA Verordening om concurrentie tussen ratingbureaus aan te moedigen.

regels op dit gebied bespreek ik in paragraaf 4.2.2. De transparantieregels beogen het investeerders gemakkelijker te maken de kwaliteit van ratings te peilen. Ik noem de twee belangrijkste. Ratingbureaus moeten gedetailleerde informatie publiceren over hun risicomodellen en de belangrijkste daarbij gemaakte aannames, met dien verstande dat gevoelige bedrijfsinformatie niet hoeft te worden prijsgegeven (overweging 25 en art. 8 lid 1 CRA Verordening). CESR zal een openbare databank gaan bijhouden waarin historische prestatiegegevens van ratingbureaus gestandaardiseerd worden bewaard (overweging 39 en art. 11 lid 2 CRA Verordening). Dit kan een nuttig disciplineringsmechanisme zijn, omdat investeerders van uitgevende instellingen kunnen verlangen ratings te vragen aan degelijke presterende ratingbureaus. Na registratie wordt door de bevoegde toezichthouders doorlopend toezicht uitgeoefend op geregistreerde ratingbureaus. In Nederland wordt de Autoriteit Financiële Markten belast met het toezicht op ratingbureaus. CESR moet zorgen dat toezichthouders soepel samenwerken en heeft ook een adviserende taak toebedeeld gekregen. De bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst kan de zwaarste toezichtmaatregelen nemen, variërend van het publiceren van een bericht tot het opschorten of het intrekken van een vergunning (art. 24 lid 1 CRA Verordening).<sup>48</sup> Deze laatste sanctie is geboden indien het ratingbureau de bepalingen van de CRA Verordening in ernstige mate of herhaaldelijk heeft overtreden (art. 20 lid 1 onder d CRA Verordening). Overigens juich ik toe dat in de nabije toekomst een toezichthoudende rol zal worden gegeven aan de naar verwachting dit jaar op te richten European Securities and Markets Authority, omdat ratings doorgaans worden gebruikt door investeerders in de gehele Europese Unie, zodat toepassing van het 'lidstaat van herkomst'-principe ongepast is.<sup>49</sup>

#### 4.2.2 Aanvullende regels met betrekking tot gestructureerde financieringsinstrumenten

In paragraaf 3.2 kwam aan de orde dat enkele investeringsbanken bij de drie grote ratingbureaus winkelden voor de laagste rating van gestructureerde producten. De CRA Verordening zet een belangrijke stap vooruit om een eind te maken aan deze praktijk van *rating shopping*. Ratingbureaus moeten maatregelen nemen om te voorkomen dat uitgevende instellingen bij verschillende ratingbureaus een aanvraag indienen voor een voorlopige beoordeling van het betrokken gestructureerde financieringsinstrument om na te gaan welk bureau de beste rating voor de voorgestelde structuur biedt. Uitgevende instellingen moeten zelf ook dergelijke handelwijzen vermijden.<sup>50</sup> De CRA Verordening is op dit punt aanzienlijk strenger dan het Con-

48 Volgens art. 5 lid 8 jo. art. 20 lid 1 en 24 lid 1 CRA Verordening kan de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst dezelfde maatregelen nemen met betrekking tot gecertificeerde ratingbureaus (kleine ratingbureaus uit derde landen) als geregistreerde ratingbureaus. De Europese regelgever heeft kennelijk over het hoofd gezien dat voor gecertificeerde ratingbureaus een lidstaat van herkomst ontbreekt, hun statutaire zetel bevindt zich immers buiten Europa.

49 Minister van Financiën Bos, Kamerstukken II 2009/10, 32 013, nr. 6, p. 9-11.

50 Overweging 41 CRA Verordening. Vreemd is wel dat deze cruciale bepaling alleen voorkomt in de considerans van de CRA Verordening. Op grond van bijlage 1, afdeling D, onder II, lid 4 CRA Verordening is een ratingbureau voorts gehouden doorlopend informatie openbaar te maken over alle gestructureerde financiële producten die het met het oog op een voorlopige rating worden voorgelegd, ongeacht of het ratingbureau een definitieve rating afgeeft.

B.A. Boersma

sultatiedocument van de Commissie (het 'Consultatiedocument') dat ratingbureaus slechts verplichtte alle gevallen van *rating shopping* per kwartaal te publiceren (bijlage II, afdeling C onder II(1) Consultatiedocument).

De CRA Verordening bevat een aantal voorschriften om te bewerkstelligen dat het bedrijfsbelang van een ratingbureau niet ten koste gaat van zijn onafhankelijkheid. Het Consultatiedocument verbood een ratingbureau een rating af te geven indien het 5% of meer van haar jaarlijkse inkomsten ontvangt van de beoordeelde entiteit. De grote rating agencies argumenteerden dat dit verbod de toegang van nieuwe ratingbureaus zou belemmeren, omdat kleinere ratingbureaus veelal over een beperkt aantal cliënten beschikken,<sup>51</sup> die in sommige gevallen meer dan 10% van zijn inkomsten vertegenwoordigen.<sup>52</sup> Volgens de grote ratingbureaus zou beter kunnen worden aangesloten bij artikel 2.8(b) IOSCO-code, welke bepaling vereist dat een ratingbureau de namen openbaar maakt van beoordeelde entiteiten waaraan het meer dan 10% van zijn inkomsten ontleent. In de CRA Verordening is deze kritiek ter harte genomen, hoewel de publicatieplicht is gesteld op 5%.<sup>53</sup> Dat is een vergissing. Het rücksichtlos streven naar competitie tussen ratingbureaus is misplaatst (zie par. 3.2). Toetredingsbarrières van kleine ratingbureaus tot de ratingmarkt kunnen beter worden geslecht door hen tijdelijk te ontheffen van het verbod 5% of meer aan inkomsten van één entiteit te ontvangen, zoals dat was opgenomen in het Consultatiedocument. Ratingbureaus verstrekten ongeloofwaardige ratings voor gebundelde leningen om enkele investeringsbanken die samen verantwoordelijk waren voor het leeuwendeel van hun inkomsten als cliënten te behouden. Dat debâcle toont aan dat een ratingbureau dat 5% of zelfs 1% van zijn inkomsten van een beoordeelde entiteit ontvangt niet zonder meer kan worden toevertrouwd een onafhankelijk oordeel te verschaffen over diens kredietwaardigheid. Ik vrees dat de geïntroduceerde publicatieplicht niets zal uithalen. Het valt daarom te betreuren dat het in het Consultatiedocument opgenomen verbod of, beter nog, een strenger verbod niet is terechtgekomen in de CRA Verordening.

De CRA Verordening bevat ook *corporate governance*-regels die beogen de onafhankelijkheid van ratingbureaus te waarborgen. Zonder uitputtend te zijn, noem ik de drie belangrijkste. Langdurige relaties tussen beoordeelde entiteiten en analisten worden tegengegaan door ratinganalysten iedere vijf jaar te laten rouleren (art. 7 lid 4 jo. bijlage 1, afdeling C onder 8 sub b CRA Verordening). De beloning van ratinganalisten mag bovendien niet afhankelijk worden gesteld van het bedrag aan inkomsten dat het ratingbureau ontvangt van de beoordeelde entiteit (art. 7 lid 5 CRA Verordening). Opvallend is dat de onafhankelijke leden van de raad van com-

51 Moody's Investors Service Ltd., Consultation on Proposed Regulation/Directive of the European Parliament and of the Council on the Activities of Credit Rating Agencies, 5 september 2008, p. 28. De ratingbureaus kregen overigens steun uit onverwachte hoek, namelijk van minister van Financiën Bos, Commentaar van Nederland op CRAs, Brief aan Commissaris Neelie Kroes, 10 oktober 2008, p. 1.

52 Lace Financial Corp. en Realpoint LLC zijn daar voorbeelden van.

53 Bijlage 1, afdeling B, onder 2, CRA Verordening. Daarnaast verplicht bijlage 1, afdeling E, onder II sub 2 onder a CRA Verordening ratingbureaus jaarlijks een lijst van hun twintig grootste cliënten te publiceren.

missarissen, waarvan er minimaal één over grondige kennis van gestructureerde financieringsinstrumenten moet beschikken, worden belast met specifieke taken. Deze commissarissen krijgen verantwoordelijkheid voor het bewaken van de doeltreffendheid van maatregelen ter vermindering van belangenconflicten en handhaving van de kwaliteit van de ratingactiviteiten (bijlage 1, afdeling A, onderdeel 2 CRA Verordening).

#### 4.3 Aansprakelijkheid ratingbureaus jegens investeerders

De vraag of ratingbureaus aansprakelijk kunnen zijn jegens gebruikers van hun ratings is vooralsnog niet voorgelegd aan de Nederlandse rechter.<sup>54</sup> Dat heeft waarschijnlijk te maken met de beperkte rechtsmacht van de Nederlandse rechter, althans voor zover het betreft buitencontractuele aansprakelijkheid van ratingbureaus jegens derden. De Nederlandse rechter komt uitsluitend rechtsmacht toe indien de kredietbeoordeling in Nederland is bekendgemaakt of een investeerder schade lijdt op in Nederland belegd vermogen.<sup>55</sup> Een Nederlandse rechter zal in het laatste geval Nederlands recht toepassen.<sup>56</sup>

Doet zich het zeldzame geval voor dat geregeerd wordt door Nederlands recht, dan ligt een actie uit onrechtmatige daad ex artikel 6:162 BW voor de hand, omdat een contractuele relatie tussen een ratingbureau en ratinggebruikers gewoonlijk ontbreekt. Onderzocht moet allereerst worden of een ratingbureau überhaupt een zorgvuldigheidsnorm in acht dient te nemen jegens investeerders. Ik deel de opvatting van Bertrams, De Savornin Lohman en Van 't Westeinde dat een dergelijke

54 In de Nederlandse juridische literatuur is de aandacht voor dit onderwerp betrekkelijk summier, zie: R.I.V.F. Bertrams, *Rating agencies en hun aansprakelijkheid*, *Onderneming en Effecten* (Serie *Onderneming en Recht*, deel 13), Deventer: Tjeenk Willink 1998, p. 354-367; H.A. De Savornin Lohman en M.G. van 't Westeinde, *Control and liability of credit rating agencies under Netherlands law*, *Electronic Journal of Comparative Law*, 2007-1, p. 1-20; D. Coskun, *Toezicht op Credit Rating Agencies. De rol van CRAs bij financieringsbeslissingen*, *Ondernemingsrecht*, 2008-17, p. 612-613 en M.G. van 't Westeinde, *De kredietcrisis: gevolgen voor de credit rating agencies binnen de EU*, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2009-2/3, p. 62-64.

55 Omdat de drie grote ratingbureaus hun woonplaats hebben buiten de EU, moet de rechtsmacht van de Nederlandse rechter worden beoordeeld aan de hand van het Nederlandse commune bevoegdheidsrecht, met name art. 6 lid 1 onder e Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering (Rv). Richtsnoer daarbij is volgens de *Parlementaire Geschiedenis* bij die bepaling de door het Europese Hof van Justitie ontwikkelde jurisprudentie inzake art. 5 aanhef en onder 3 van de Verordening (EG) nr. 44/2001 van het Europees Parlement en de Raad van 22 december 2000 betreffende de rechterlijke bevoegdheid, de erkenning en de tenuitvoerlegging van beslissingen in burgerlijke en handelszaken, aldus: *Kamerstukken II 1999/2000*, 26 855, nr. 3, p. 36. Uit het beroemde *Kalimijnen*-arrest (HvJ EG 30 november 1976, Z-21/76, Jur. 1976, p. 01735) volgt dat de 'plaats waar het schadebrengende feit zich heeft voorgedaan', zoals opgenomen in art. 6 lid 1 onder e Rv ook doelt op de plaats waar de schade is ingetreden. Volgens het *Kronhofer*-arrest (HvJ EG 10 juni 2004, Z-168/02, Jur. 2004, p. 1-6009) omvat dit echter niet de plaats waar de eiser woont, op de enkele grond dat hij aldaar financiële schade heeft geleden die voortvloeit uit een elders door hem geleden verlies van een onderdeel van zijn vermogen.

56 Art. 4 lid 1 van de Verordening (EG) nr. 864/2007 van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007 betreffende het recht dat van toepassing is op niet-contractuele verbintenissen.



zorgvuldigheidsplicht kan worden aangenomen.<sup>57</sup> De CRA Verordening laat de civielrechtelijke aansprakelijkheid van ratingbureaus voor inbreuken op de bepalingen van de verordening expliciet over aan het toepasselijke nationale recht, maar veronderstelt wel dat aansprakelijkheid in voorkomende gevallen kan bestaan.<sup>58</sup> Een kredietbeoordeling is vooral bedoeld om potentiële investeerders een beredeneerd oordeel te geven over de kredietwaardigheid van de beoordeelde entiteit of haar schuldinstrument(en). Het vertrouwen dat investeerders stellen in ratings is voor ratingbureaus kenbaar. Daarom moet een ratingbureau rekening houden met het nadeel dat investeerders kunnen lijden door te vertrouwen op een ondeugdelijke rating. Een soortgelijke redenering was voor de Hoge Raad aanleiding een zorgvuldigheidsplicht aan te nemen voor een bank die onjuiste of onvolledige informatie omtrent de kredietwaardigheid van haar cliënt verstrekte aan diens crediteur en een accountant die ten onrechte een jaarrekening goedgekeurde jegens polishouders.<sup>59</sup> Dat de taak van accountants en banken verschilt van die van ratingbureaus acht ik niet doorslaggevend. Net als bij accountants en banken bepaalt de maatschappelijke positie van ratingbureaus het vertrouwen dat derden in ratings stellen, die mogen veronderstellen dat ratingbureaus een onafhankelijke en onpartijdige positie innemen ten opzichte van hun opdrachtgevers. De bestaande rechtspraak inzake aansprakelijkheid van accountants en banken die informatie verstrekken omtrent hun cliënten kan daarom als leidraad dienen voor de reikwijdte van de zorgplicht van ratingbureaus. Een ratingbureau moet bij het opstellen van een rating handelen als verwacht mag worden van een redelijk bekwaam ratingbureau. Het komt daarbij aan op een beoordeling van alle omstandigheden van het geval, zoals de ernst en aard van de misdraging, de ernst van de risico's en de aard van de relatie met de derde. De IOSCO-code, de Credit Rating Act en de CRA Verordening kleuren de zorgplicht van ratingbureaus nader in. Benadrukt moet worden dat niet iedere onjuiste rating *eo ipso* betekent dat een ratingbureau onrechtmatig heeft gehandeld; een ratingbureau beschikt over een aanzienlijke foutmarge, omdat de kredietbeoordeling een schatting is van een onzekere, toekomstige situatie. Dat gezegd hebbende, sluit ik aansprakelijkheid van ratingbureaus voor het afgeven van ondeugdelijke beoordelingen in een concreet geval zeker niet uit. Het is aan ratinggebruikers om aan te tonen dat de ratingbureaus overdreven optimistische ratings hebben afgegeven voor RMBS en CDO's. Zij kunnen daartoe aanvoeren dat gebruikte ratingmodellen gebrekkig waren met onjuiste aannames ten aanzien van wanbetalingsgraden, systematische risico's en verwachte verliezen op de onderliggende

57 R.I.V.F. Bertrams 1998, p. 362; H.A. De Savornin Lohman en M.G. van 't Westeinde 2007, p. 15-16; M.G. van 't Westeinde 2009, p. 63. In ontkennde zin: D. Coskun, t.a.p., p. 612, wiens aan het Amerikaanse recht ontleende tegenargumenten onvoldoende resoneren naar Nederlands recht.

58 Zie overwegingen 69 en 73 CRA Verordening. Art. 31 van het Commissievoorstel voor de CRA Verordening ging verder, door EU-lidstaten te verplichten aansprakelijkheidsregels te ontwerpen op grond waarvan investeerders ratingbureaus aansprakelijk konden stellen voor ten minste in hoge mate onzorgvuldig gedrag.

59 Zie HR 10 december 1993, NJ 1994, 667 (Van Ittersum/Rabobank), HR 13 oktober 2006, JOR 2006/296, (Maatschap Deloitte & Touche/Stichting Vie d'Or). Vergelijk ook de uitspraak van Rb. Zwolle 14 april 1999, NJKort 1999, 54, waarin aansprakelijkheid van een taxateur werd aangenomen die op verzoek van een makelaar een onjuist taxatierapport had opgesteld waarop potentiële kopers van het getaxeerde object vertrouwden.

hypotheekportefeuilles.<sup>60</sup> Een veelgehoorde klacht in dit verband is dat van *sub-prime* hypothecaire leningen – een relatief nieuw product – alleen gegevens over de recente voorspoedige jaren beschikbaar waren, zodat ratingbureaus verzuimden rekening te houden met een redelijkerwijs te verwachten periode van flinke economische teruggang. Indien investeerders slagen een rechter daarvan te overtuigen, zal een ratingbureau de daardoor geleden schade aan investeerders moeten vergoeden, mits ook aan de andere criteria voor het aannemen van een onrechtmatige daad is voldaan.

De door mij voorgestane benadering van aansprakelijkheid lijkt ratingbureaus bloot te stellen aan aansprakelijkheid jegens een in omvang onbepaalde groep investeerders voor bedragen die niet in verhouding staan tot haar honoraria. Dat is echter niet helemaal juist. Aangehaakt kan worden bij in de rechtspraak erkende beperkingen van de aansprakelijkheid van accountants, waar hetzelfde probleem speelt. Een eerste limitering is dat de door investeerders geleden schade redelijkerwijs voorzienbaar moet zijn voor een ratingbureau. Daaraan kan bijvoorbeeld getwijfeld worden indien een professioneel pensioenfonds of andere expert exclusief vertrouwt op een kredietbeoordeling van een klein ratingbureau. Om aan het causaliteitsvereiste te voldoen, dienen investeerders voorts te bewijzen dat zij schade hebben geleden als gevolg van een misdraging van een ratingbureau door aan te tonen dat hij het instrument anders niet zou hebben gekocht, of niet onder dezelfde voorwaarden. Dat lijkt geen *sinecure*: een kredietbeoordeling is een beperkte indicator (zie par. 2.2) en er bestaan alternatieven voor investeerders om kredietrisico's te beoordelen. Een kanttekening is niettemin op zijn plaats, omdat de Hoge Raad in het *Vie d'Or*-arrest geen al te strenge eisen stelt aan het causale verband tussen de verweten gedraging van de accountant en de door de derde geleden schade.<sup>61</sup> De derde mag op de jaarrekening vertrouwen, juist omdat het een openbaar stuk is waarvan in beginsel door derden kennis kan worden genomen, welke redenering toepasselijk kan zijn op een door een ratingbureau gepubliceerde rating. Een ratingbureau kan op haar beurt investeerders verwijten eigen schuld te hebben aan de geleden schade, omdat zij kennelijk verzuimden voldoende onderzoek te doen naar de deugdelijkheid van RMBS en CDO's (art. 6:101 BW). Een exoneratiebeding waardoor het ratingbureau op voorhand mogelijke aanspraken van derden tracht af te weren, bindt een derde in de regel niet. Overigens deel ik niet de door enkele juridische auteurs geuite vrees voor onbegrensde aansprakelijkheid van ratingbureaus, omdat betrekkelijk ruime aansprakelijkheid ratingbureaus zal prikkelen zich onafhankelijk op te stellen ten opzichte van de beoordeelde onderneming.

Indien een uitgevende instelling bij aanbidding van financiële instrumenten een prospectus heeft uitgegeven, kunnen professionele investeerders bovendien een beroep doen op artikel 6:194 BW inzake misleidende reclame, een species van de in artikel

60 Zie N. Shiren en M. Crosignani, *The New Rating Regime for Structured Finance Investments*, *Journal of Structured Finance*, 2009-3, p. 53.

61 Evenzo E.C.A. Nasser, *Buitencontractuele aansprakelijkheid van een openbaar accountant als jaarrekeningcontroleur*, *Ondernemingsrecht* 2008, 53, p. 190.

B.A. Boersma

6:162 BW opgenomen onrechtmatige daadnorm.<sup>62</sup> Volgens deze bepaling handelt degene die een mededeling openbaar maakt of laat openbaar maken onrechtmatig indien de mededeling misleidend is.<sup>63</sup> Voor onrechtmatigheid is allereerst vereist dat investeerders stellen dat een rating onjuist was. Het voordeel van een beroep op deze bepaling voor investeerders ligt in de bewijslastomkering ten aanzien van de juistheid van de rating en de toerekenbaarheid (op grond van art. 6:195 BW). Het ratingbureau dient te bewijzen dat de rating juist was en slaagt hij daar niet in, dan is hij voor de dientengevolge geleden schade van de investeerder aansprakelijk, tenzij hij bewijst dat zulks noch aan zijn schuld te wijten is noch op andere grond voor zijn rekening komt. Daartoe zal het ratingbureau moeten aantonen dat het bij het vaststellen van de rating de nodige zorgvuldigheid heeft betracht door het verzamelen van alle benodigde informatie, de informatie van betrouwbare bronnen afkomstig is en het daaruit de juiste conclusies heeft getrokken.<sup>64</sup> Indien de rating onjuist is omdat het ratingbureau onjuiste informatie van de beoordeelde entiteit heeft ontvangen, is dat niet zijn schuld, omdat op hem geen due diligence-plicht rust. Omdat investeerders weten dat het ratingbureau de juistheid van de informatie niet controleert, meen ik dat de schade ook niet op andere grond voor diens rekening dient te komen – het is niet de taak van het ratingbureau om investeerders te verzekeren voor een slechte investering. Artikel 6:195 BW kent geen omkering van de bewijslast ten aanzien van de causaliteit en de schade. Investeerders zullen moeten bewijzen dat een redelijke kans bestaat dat een gemiddelde geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger de beleggingsbeslissing niet zou hebben genomen bij een juiste mededeling.<sup>65</sup>

## 5 Slotsom

De tot voor kort in Europa ongereguleerde ratingbureaus zijn terecht als medeschuldige aangewezen van de in 2007 ontstane financiële crisis die uitmondde in een wereldwijde recessie door de kredietwaardigheid van vele RMBS en CDO's enorm te overschatten. Het gebrek aan onafhankelijkheid van ratingbureaus dat zijn oorsprong vindt in het door hen gebruikte 'de uitgevende instelling betaalt'-model raakt de kern van de problemen met de ratingindustrie en is versterkt aanwezig in de context van securitisaties. Ratingbureaus verwaarloosden hun taak als onafhankelijke kredietbeoordelaar door banken tegen betaling te adviseren over het

62 Sinds de inwerkingtreding van de Wet oneerlijke handelspraktijken op 15 oktober 2008 dient de prospectusaansprakelijkheid jegens consumenten uitsluitend beoordeeld te worden aan de hand van art. 6:193a-j BW.

63 Ik meen dat onder 'laat openbaar maken' moet worden verstaan, iemand die 'toestaat' dat een mededeling openbaar wordt gemaakt en niet alleen iemand die 'doet' openbaarmaken, zoals onder meer is betoogd door M.A. Blom, *Prospectusaansprakelijkheid van de lead manager*, Deventer: Kluwer 1996, p. 70-71. Deze zienswijze betekent dat art. 6:194 e.v. BW van toepassing is op een ratingbureau dat toestaat dat zijn rating in het prospectus wordt opgenomen, zo ook: H.A. De Savornin Lohman en M.G. van 't Westeinde 2007, p. 13-14.

64 Vergelijk ook: M.G. van 't Westeinde 2009, p. 64.

65 HR 27 november 2009, LJN BH2162 (VEB/World Online International N.V.), r.o. 4.10.3 en 4.10.4.

opzetten van securitisaties die ze later zelf beoordeelden of, met andere woorden, zij adviseerden investeringsbanken over de optimale verdeling van de senior en junior tranches om te bereiken dat de grootst mogelijke senior tranche nog net binnen de AAA-categorie viel. Bovendien vroegen de elf investeringsbanken die een kleine 80% van de MBS-markt in handen hadden verschillende ratingbureaus om een voorlopige kredietbeoordeling van gestructureerde financieringsinstrumenten om vervolgens de ratingbureaus in te schakelen die de gunstigste preliminaire ratings verstrekten (*ratingshopping*). Door de opkomst van Fitch Ratings als serieuze concurrent van Moody's en S&P werd het voor investeringsbanken paradoxaal genoeg eenvoudiger om de drie grote ratingbureaus tegen elkaar uit te spelen. Om te voorkomen dat ratingbureaus enorme inkomsten zouden mislopen afkomstig van de constante stroom aan winstgevende securitisaties die deze investeringsbanken aanbrachten, concurreerden de ratingbureaus op agressieve wijze met elkaar door het afgeven van kwalitatief steeds laagwaardigere ratings, een klassieke *race to the bottom*.

De CRA Verordening bevat een aantal nuttige regels om deze uitwassen het hoofd te bieden. De voornaamste zijn de scheiding van advies- en ratingwerkzaamheden en het verbod (weliswaar alleen opgenomen in de considerans van de CRA Verordening) op *ratingshopping*. De CRA Verordening lost de problemen die gepaard gaan met het fundamentele belangenconflict, dat ontstaat doordat de uitgevende instelling betaalt voor de rating, echter niet helemaal op, omdat – na effectief lobbyen door de grote ratingbureaus – geen limiet is gesteld op de inkomsten die een ratingbureau van één beoordeelde entiteit mag ontvangen. Het zou ratingbureaus moeten worden verboden meer dan 1% van hun inkomsten van dezelfde beoordeelde entiteit te ontvangen, de geïntroduceerde publicatieplicht haalt volgens mij niets uit. Om te bevorderen dat investeerders zich niet te veel verlaten op ratings zouden beursgenoteerde uitgevende instellingen voorwetenschap niet langer met ratingbureaus moeten kunnen delen. Om dezelfde reden is het verstandig verwijzingen naar kredietbeoordelingen in financiële regelgeving terug te dringen, zoals in artikel 2 sub a Regeling uitzettingen en derivaten decentrale overheden, volgens welke decentrale overheden overtollige middelen uitsluitend voor meer dan drie maanden mogen uitzetten bij financiële instellingen met minimaal een AA-rating van ten minste twee ratingbureaus, waarbij wel onderzocht moet worden of een beter alternatief bestaat. Ten slotte moet het aanmoedigen van ongebreidelde concurrentie tussen ratingbureaus worden heroverwogen als overheersend doel van de CRA Verordening, omdat competitie tussen ratingbureaus ten koste kan gaan van de kwaliteit van kredietbeoordelingen.

De geïntroduceerde Europese toezichtarchitectuur is een stap in de goede richting, maar moet niet worden gezien als een langetermijnoplossing voor het toezicht op ratingbureaus (overweging 51 CRA Verordening). Zo kan de Commissie de voor de praktijk belangrijke bijlagen bij de CRA Verordening, met gedetailleerde voorschriften op het gebied van belangenconflicten en transparantie, zelfstandig wijzigen indien internationale ontwikkelingen daar aanleiding toe geven (art. 37 CRA Verordening). De Commissie moet verslag doen of het beoordelen van een deel van de

B.A. Boersma

ratings door een Europees ratingbureau gewenst is (overweging 73 CRA Verordening). Het in de toekomst opzetten van een Europees ratingbureau is een reële mogelijkheid. Minister van Financiën Bos voelt ogenschijnlijk weinig voor een publiek ratingbureau.<sup>66</sup> De minister noemt terecht als belangrijkste voordeel van een publiek ratingbureau oplossing van het belangenconflict in de ratingindustrie. De minister maakt zich echter zorgen over de kosten van een communautair ratingbureau en mogelijke aansprakelijkheid voor het afgeven van foutieve ratings. Die argumenten zijn weinig gewichtig, omdat de grote ratingbureaus juist uiterst winstgevend zijn en aansprakelijkheid wettelijk zou kunnen worden beperkt, indien dat noodzakelijk zou zijn. Het belangrijkste nadeel volgens de minister is dat een publiek ratingbureau zelf ook niet vrij zal zijn van belangenconflicten, zoals bij het beoordelen van staatsobligaties door een publiek ratingbureau. Dat argument overtuigt evenmin, omdat geen noodzaak bestaat om een publiek ratingbureau ook staatsobligaties of ander door overheden uitgegeven schuld papier te laten beoordelen. Dat kan prima aan private ratingbureaus worden overgelaten. Een publiek ratingbureau zou kunnen voorzien in een behoefte bij het beoordelen van gestructureerde financieringsinstrumenten, omdat ratingbureaus daar broddelwerk hebben afgeleverd. Wanneer een publiek ratingbureau ratings van hogere kwaliteit afgeeft, zou dat de prikkels voor kwaliteitsverbetering bij private ratingbureaus kunnen versterken. Ik deel echter de zorg van de minister dat het vooralsnog onzeker is of een communautair ratingbureau inderdaad kwalitatief betere ratings zou kunnen afgeven dan private ratingbureaus. Hopelijk kan onderzoek door de Europese Commissie daarover meer duidelijkheid verschaffen. Het blijft natuurlijk gissen, maar ik zou me kunnen voorstellen dat een publiek ratingbureau niet zoals de private ratingbureaus bereid zou zijn geweest door uitstekende ratings te plakken op gestructureerde financieringsinstrumenten een markt te creëren die op haar hoogtepunt eind 2007 ruim \$9 triljoen waard was en aldus bij te dragen aan het opblazen van de Amerikaanse huizenmarkt en het uitbreken van de wereldwijde recessie.

66 Zie minister van Financiën W. Bos, Toezegging aan de heer Tang om in te gaan op de figuur van concurrentie tussen publieke en private Credit Rating Agencies (CRA's), Brief aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal, 6 maart 2009.