

De regulering van en het toezicht op ratingbureaus in de Europese Unie

De wijziging van Verordening (EG) nr. 1060/2009 inzake ratingbureaus, ESMA en het nieuwe wijzigingsvoorstel: de definitieve aanpak van de belangrijkste problemen in de ratingmarkt?

J.C. Jaakke

1 Inleiding

In enkele publicaties over ratingbureaus of *credit rating agencies* is de volgende uitspraak opgenomen:

‘There are two superpowers in the world today in my opinion. There’s the United States and there’s Moody’s Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs and Moody’s can destroy you by downgrading your bonds. And believe me, it’s not clear sometimes who’s more powerful.’

Deze vaak geciteerde woorden zijn afkomstig van New York Times-columnist Thomas Friedman.¹ Deze uitspraak is door de recente afwaardering of *downgrade* van de Verenigde Staten als soeverein door Moody’s Investors Service (hierna: Moody’s) echter in een ander daglicht komen te staan. Voor velen zal het nu nog onduidelijker zijn wie er de meeste macht heeft van de twee door Friedman genoemde grootmachten.

Dat de financiële crisis goed heeft huisgehouden, en dat voor velen nog steeds doet, is waarschijnlijk tot in bijna alle uithoeken van de wereld inmiddels doorgelopen. Wie probeert iets verder te kijken naar de oorzaken van de crisis loopt tegen een complexiteit van het financiële systeem en financiële producten aan waar zelfs de meest ingewijden in de financiële wereld geen vat op konden krijgen. Ratingbureaus trachten in een dergelijke wereld enigszins orde te scheppen door een etiket te plakken op een financieel product, een onderneming of zelfs een land, met op dit etiket de kredietwaardigheid uitgedrukt in enkele symbolen. Deze vereenvoudiging van de realiteit heeft er onder andere voor gezorgd dat ratingbureaus zijn verworpen tot heuse ‘gatekeepers’ die door het verkleinen van de informatieasymmetrie tussen kapitaalvragers en beleggers de toegangspoort beheren tot de financiële markten. In deze rol kunnen zij een heel nuttige functie

1 Zoals geciteerd door L.J. White, Markets: The credit rating agencies, *Journal of Economic Perspectives* 2010-2, p. 216, beschikbaar op <<http://pubs.aeaweb.org/doi/pdf/10.1257/jep.24.2.211>>.

J.C. Jaakke

vervullen, maar de laatste jaren zijn ratingbureaus vooral negatief in het nieuws door de veronderstelde bijdrage aan de financiële crisis en meer recent als obstakel bij het oplossen van de financiële problemen van landen als Griekenland, Italië en Portugal. Ratingbureaus zouden uitgevende instellingen geadviseerd hebben over het structureren van hun nieuwe financiële producten, om deze vervolgens zelf ook van een rating te voorzien. Ook zouden de gehanteerde methodologieën niet deugen, de markt oligopolistisch² en gesloten zijn en de ratingbureaus gewillig om de kwaliteit van hun ratings te verwaarlozen ten faveure van de cliëntèle.

De vraag rijst welke maatregelen er genomen zijn om zoveel misstanden tegen te gaan, welke maatregelen er op stapel liggen en welke van deze misstanden binnen de ratingmarkt vooralsnog buiten schot blijven. In deze bijdrage zal ik de huidige stand van de wetgeving bespreken, alsook een aanhangig voorstel om deze te verbeteren. Het zal niet verbazen dat dit voorstel voor een deel is ingegeven door de rol die ratingbureaus hebben gespeeld (en nog steeds spelen) in de recente pogingen tot herfinanciering op soeverein niveau.

In de Onderneming & Financiering 2010, nummer 1 heeft Boersma in zijn artikel 'Bijdrage van ratingbureaus aan ontstaan kredietcrisis onderzocht' een overzicht geschetst van deze bijdrage van ratingbureaus aan de financiële crisis, de globale problematiek rondom ratingbureaus en de stand van de wetgeving en het toezicht op ratingbureaus, en dan met name Verordening (EG) nr. 1060/2009 inzake ratingbureaus³ (hierna: Verordening I). Deze verordening vormde de basis voor de huidige Europese regelgeving. Voor een uitgebreid overzicht hiervan verwijs ik naar het artikel van Boersma.⁴

In de tussentijd is er op 1 juni 2011 een wijziging van de verordening in werking getreden (hierna: Verordening II).⁵ Daarnaast heeft de Europese Commissie (hierna: de Commissie) op 15 november 2011 een voorstel tot wijziging van Verordening I aangenomen (hierna: het Voorstel).⁶ Ik zal in deze bijdrage eerst een korte achtergrond van de ratingmarkt schetsen en Verordening I op hoofdlijnen bespreken in paragraaf 2. In paragraaf 3 bespreek ik de belangrijkste wijzigingen van Verordening I, ingevoerd door Verordening II, en de oprichting van de *European Securities and Markets Authority* (hierna: ESMA). In paragraaf 4 behandel ik de belangrijkste wijzigingen van het Voorstel. Ten slotte sluit ik in paragraaf 5 af met een aantal aanbevelingen en conclusies.

- 2 De drie grootste ratingbureaus zijn Moody's Investors Service Inc. (Moody's), Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P) en Fitch Ratings Ltd. (Fitch).
- 3 Verordening (EG) nr. 1060/2009 van het Europees Parlement en de Raad van 16 september 2009 inzake ratingbureaus.
- 4 B.A. Boersma, Bijdrage van ratingbureaus aan ontstaan kredietcrisis onderzocht, Onderneming en Financiering 2010-1, p. 4-24.
- 5 Verordening (EU) nr. 513/2011 van het Europees Parlement en de Raad van 11 mei 2011 tot wijziging van Verordening (EG) nr. 1060/2009 inzake ratingbureaus.
- 6 Voorstel voor een Verordening van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Verordening (EG) nr. 1060/2009 inzake ratingbureaus, 2011/0361 (COD).

2 Ratingbureaus en Verordening I

2.1 Werkwijze

Ratingbureaus zijn onafhankelijke verstrekkers van een oordeel of opinie over de algemene of specifieke kredietwaardigheid van entiteiten respectievelijk een financieringsinstrument. Deze opinie, of 'rating', geeft de kans weer dat een bepaalde entiteit niet aan haar verplichtingen zal voldoen of een specifieke verplichting niet wordt nagekomen en wordt door de verordening als volgt gedefinieerd:

'een oordeel over de kredietwaardigheid van een entiteit, een schuldinstrument of financiële verplichting, obligaties, preferente aandelen of andere financiële instrumenten, dan wel van een uitgevende instelling van een schuldinstrument of financiële verplichting, van obligaties, preferente aandelen of andere financiële instrumenten, voor het afgeven waarvan wordt gebruikgemaakt van een vast en welomschreven rangordesysteem van ratingcategorieën'.⁷

Een rating afgegeven door een ratingbureau ziet alleen op het kredietrisico. Dit is het risico dat een kredietnemer op een willekeurig moment zijn beloofde betaling niet nakomt of niet kan nakomen. Het marktrisico (het risico dat zich voordoet door prijsschommelingen) en het liquiditeitsrisico (het risico dat een effect niet snel genoeg verhandeld kan worden om een verlies te voorkomen) zijn niet in de rating meegenomen.⁸ In het geval van een rating afgegeven voor een nationale overheid spreken we van een landenrating of *sovereign* rating. De *sovereign* rating geeft het risiconiveau van het investeringsklimaat van een land weer en neemt politieke risico's mee bij de beoordeling.

Vanwege andere financieringsbehoeften en om geografische redenen is de vraag naar kredietbeoordelingen in Europa lange tijd veel kleiner geweest dan in de Verenigde Staten. Toen de Europese obligatiemarkt groeide, werd er steeds meer gebruik gemaakt van de diensten van ratingbureaus. De intrede van de externe ratings werd versterkt doordat de Commissie een richtlijn⁹ afkondigde waarin, kort gezegd, stond dat financiële instellingen meer kapitaal moeten aanhouden voor financieringsinstrumenten met een *speculative grade* (de laagste categorieën ratings) of lager.

Een credit rating wordt in het meest voorkomende geval, dat van een rating op verzoek of *solicited* rating, geïnitieerd en betaald door de uitgevende instelling

7 Art. 3 lid 1 onder a Verordening I.

8 J. de Haan & F. Amtenbrink, Credit rating agencies, De Nederlandsche Bank Working Paper, nr. 278, januari 2011, p. 3.

9 Richtlijn 93/6/EEG van de Raad van 15 maart 1993 inzake de kapitaaltoereikendheid van beleggingsondernemingen en kredietinstellingen.

J.C. Jaakke

(het *issuer pays*-model) of door bijvoorbeeld een *underwriter*.¹⁰ Na de aanvraag vangt het ratingbureau aan met een analyse die bestaat uit een diepgaand onderzoek naar kwalitatieve, kwantitatieve en juridische kwesties. De onderzochte informatie omvat onder andere financiële statements, financiële vooruitzichten, transactiedocumenten en juridische opinies. Deze analyse tracht een objectief en feitelijk beeld weer te geven voor de beoordeling van de uitgevende instelling. Bij deze beoordeling van de aanvrager wordt vervolgens rekening gehouden met de factoren die de bedrijfsvoering van de aanvrager kunnen beïnvloeden, zoals de vooruitzichten voor de financiële groei en de kwetsbaarheid voor technologische veranderingen of veranderingen in de op de uitgevende instelling toepasselijke regelgeving. Op basis van deze analyse wordt de kredietwaardigheid van de uitgevende instelling beoordeeld aan de hand van de factoren die de cashflow beperken of verruimen. Kortetermijnfactoren als seizoensafhankelijkheid en vraagcycli worden niet meegenomen als de vooruitzichten op lange termijn goed zijn. Als de analyse compleet is, vindt doorgaans een overleg plaats tussen de analisten van het ratingbureau en het management van de uitgevende instelling. Hierin worden factoren besproken die de rating nog kunnen aantasten, zoals operationele en financiële plannen. Dit overleg biedt dus de mogelijkheid om eerdergenoemde kwalitatieve data mee te nemen in het ratingproces.

Na de opgestelde analyse en het overleg met de uitgevende instelling stelt het hoofd van het team van analisten van het ratingbureau een rapport op dat wordt voorgelegd aan het ratingcomité bestaande uit senior analisten. Dit comité bepaalt uiteindelijk de definitieve rating. Het overleg met de uitgevende instelling en het ratingbureau in combinatie met het *issuer pays*-model is niet zonder problemen. Dit *issuer pays*-model herbergt het risico in zich dat het ratingbureau een hogere rating verschaft om een goede relatie op te bouwen met de uitgevende instelling en deze voor zich te weten te behouden. Tegelijkertijd willen ratingbureaus het vertrouwen van investeerders in hun ratings behouden, er zal dus een balans gevonden moeten worden tussen de relatie met de uitgevende instelling en de reputatie van het ratingbureau op langere termijn.¹¹

2.2 Verordening I

Verordening (EG) nr. 1060/2009 van het Europees Parlement en de Raad inzake ratingbureaus werd van kracht op 7 december 2009. 'Self-regulation based on voluntary compliance with the IOSCO code does not appear to offer an adequate, reliable solution to the structural deficiencies of the business', aldus de Europese

10 Een *underwriter*, meestal één of meer banken, neemt de taak en het risico op zich om de door een onderneming nieuw uitgegeven effecten aan investeerders te verkopen. Wanneer niet alle effecten worden verkocht, kan het zijn dat de *underwriter* deze effecten zelf moet kopen.

11 F. Amtenbrink & J. de Haan, *Regulating credit ratings in the European Union: A critical first assessment of Regulation 1060/2009 on credit rating agencies*, *Common Market Law Review* 2009, p. 1915-1949, beschikbaar op <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1394332>.

Commissie.¹² De naleving van de IOSCO-code, een verzameling regels op basis van zelfregulering, had in de ogen van de Commissie gefaald.

Verordening I heeft een registratiesysteem gecreëerd waarbij het, onder andere, kredietinstellingen en verzekeringsondernemingen alleen is toegestaan om voor regelgevingsdoeleinden gebruik te maken van ratings indien deze zijn afgegeven door in de Europese Unie gevestigde ratingbureaus die overeenkomstig de verordening zijn geregistreerd of gecertificeerd. Een ratingbureau komt in aanmerking voor registratie indien is voldaan aan een groot aantal organisatorische en operationele vereisten die, onder andere, zijn gericht op het waarborgen van de onafhankelijkheid en het voorkomen van belangenconflicten. Waar deze registratie vroeger werd gecoördineerd door het voormalige 'Committee of European Securities Regulators' (CESR) en (een aantal van) de betrokken lidstaten gezamenlijk, wordt dit nu gedaan door ESMA.

Verordening I bracht veel regels met zich mee op het gebied van onafhankelijkheid, transparantie en het vermijden van belangenconflicten. Zo mochten analisten en werknemers die betrokken waren bij het opstellen van een rating niet meer deelnemen aan de onderhandelingen over de vergoedingen voor het ratingbureau en is het ratingbureaus verboden om nog langer consultancy- of adviesdiensten te verlenen. Daarnaast moet er openheid worden gegeven over de gebruikte methodologieën en modellen en dienen de twintig grootste cliënten openbaar te worden gemaakt.

De grootste verandering die Verordening I met zich meebracht, was echter het instellen van een toezichtregime. Waar dit toezicht nu in handen is van ESMA, was dit voorheen in handen van de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Zo had de AFM, nu ESMA, de beschikking over een aantal handhavingsmaatregelen, waar het intrekken van de registratie de zwaarste van is. Art. 20 van Verordening I kende de bevoegde autoriteit van de lidstaat, voor Nederland de AFM,¹³ deze bevoegdheid toe. Verordening II kende ESMA dezelfde handhavingsmaatregelen toe, waaronder de bevoegdheid tot het intrekken van de registratie met een nieuw art. 20. Voor de rol van ESMA verwijs ik naar paragraaf 3.2.

3 Wijziging van Verordening I

3.1 *Wijziging door Verordening II*

Vrij snel na het van kracht worden van Verordening I werd een voorstel gedaan tot wijziging van deze verordening. Voor sommigen is deze snelle opeenvolging een reden om te twijfelen aan de duurzaamheid van de Europese regelgeving voor de financiële markten en een teken van een in allerijl opgestelde verordening te

12 MvT van het Voorstel van het Europees Parlement en de Raad inzake ratingbureaus, 2008/0217 (COD), p. 3.

13 Art. 21 lid 1 Verordening I en art. 1 onder B Wijziging van de Regeling aanwijzing bevoegde autoriteiten toezicht effectenverkeer van 1 juni 2010, nr. FM/2010/4592.

J.C. Jaakke

midden van de voortwoekerende financiële crisis.¹⁴ Ik sluit zelf liever aan bij de verklaring van de Commissie dat het bestaande wettelijk kader niet geschikt werd geacht om een geconsolideerde toezichtstructuur te creëren en dat dit met de oprichting van ESMA reeds wel het geval is.¹⁵ Dit brengt mij bij het voornaamste doel van Verordening II, het centraliseren van de registratie van en het toezicht op ratingbureaus. In eerdere fasen van de totstandkoming van Verordening II werd de doelstelling breder omschreven en was het vergroten van de transparantie ook een doelstelling. In de toelichting op Verordening II krijgt de Commissie echter de opdracht om

‘deze kwesties grondiger [te]evalueren door nader te overwegen hoever deze verplichting tot openbaarmaking moet gaan, rekening houdend met het effect op de lokale securitisatiemarkten, verder overleg met de betrokken partijen, het toezicht op ontwikkelingen op de markt en in de regelgeving, en ervaring die in andere rechtsgebieden is opgedaan’.¹⁶

3.2 ESMA

Het centraliseren van de registratie en het toezicht is de grootste verandering die Verordening II met zich meebrengt. Gedurende de behandeling van deze verordening is ESMA opgericht en zijn de meeste door Verordening I aan de bevoegde autoriteiten van de lidstaten opgedragen bevoegdheden overgedragen aan ESMA om een centraal registratie- en toezichtpunt te verwezenlijken. ESMA is een onafhankelijke EU-autoriteit die bijdraagt aan het bewaken van de stabiliteit van het financiële systeem van de Europese Unie door ervoor te zorgen dat de effectenmarkten integer, transparant, efficiënt en ordelijk functioneren en bevordert daarnaast de bescherming van beleggers. Het toezicht op de naleving van de verordening is slechts een deel van de taken die ESMA volgens art. 1 lid 2 van de ESMA-Verordening¹⁷ toebedeeld heeft gekregen. ESMA is wat betreft ratingbureaus verantwoordelijk voor de registratie van en het toezicht op ratingbureaus, het doorlopend toezicht en het nemen van maatregelen in het geval van een inbreuk op Verordening I. De registratieprocedure is aangepast in die zin dat de besluitvorming omtrent het verlenen van registratie bij ESMA is komen te liggen en de colleges van betrokken lidstaten zoals die door Verordening I in het leven werden geroepen, zijn verdwenen. Door deze centralisering van de registratie zal het registratieproces kunnen worden verkort en gestroomlijnd. Het toezicht op ratingbureaus door ESMA zal grotendeels aan de hand van dezelfde instrumenten plaatsvinden als de bevoegde autoriteiten tot hun beschikking hadden in Veror-

14 De Haan & Amtenbrink 2011, p. 19.

15 Zie de toelichting op het Voorstel voor een Verordening van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Verordening (EG) nr. 1060/2009 van het Europees Parlement en de Raad inzake ratingbureaus, 2010/0160, par. 4.2.

16 *Idem*, par. 7.

17 Verordening (EU) nr. 1095/2010 van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 tot oprichting van een Europese toezichthoudende autoriteit (Europese Autoriteit voor effecten en markten), tot wijziging van Besluit nr. 716/2009/EG en tot intrekking van Besluit 2009/77/EG van de Commissie.

dening I. Zo is ESMA door de toevoeging van art. 23 ter en 23 quater bevoegd om bij ratingbureaus werkzame personen om informatie te vragen, verschillende gegevens te doorzoeken en inspecties ter plaatse uit te voeren. Enkele bevoegdheden zijn bij de bevoegde autoriteiten van de lidstaten gebleven en ESMA kan om efficiency- of financiële redenen bevoegdheden delegeren aan de autoriteit in kwestie, waarbij de verantwoordelijkheid bij ESMA blijft. De bevoegde autoriteiten van de lidstaten houden hun toezichtverantwoordelijkheden betreffende het gebruik van ratings door onder hun toezicht staande entiteiten (zoals kredietinstellingen en verzekeringsondernemingen) die deze ratings gebruiken voor regelgevingsdoeleinden. ESMA beschikt, om het toezicht te effectueren, over dezelfde op te leggen sancties als de bevoegde autoriteiten onder Verordening I hadden. Nieuw is echter dat ESMA dwangsommen en/of boetes op kan leggen door de toevoeging van art. 36 bis en 36 ter aan Verordening I. Deze geldboetes kunnen variëren van € 10.000 tot € 750.000 en de dwangsommen kunnen worden opgelegd voor de duur van maximaal een halfjaar.

4 Het Voorstel

Met het van kracht worden van Verordening I en II is een goede basis gelegd voor de regulering van de ratingmarkt. Echter, de grootste problemen, zoals een te groot vertrouwen op externe ratings, de oligopolistische structuur van de ratingmarkt, de wettelijke aansprakelijkheid en het verdienmodel van de ratingbureaus, zijn vooralsnog buiten schot gebleven. Deze problemen kwamen onder andere duidelijk naar voren uit de reacties op het consultatiedocument van de Commissie van 5 november 2010,¹⁸ waarbij de Commissie verschillende opties presenteerde om de geïdentificeerde problemen aan te pakken.¹⁹

Met het nieuwe voorstel voor een verordening tot wijziging van Verordening (EG) nr. 1060/2009 doet de Commissie een poging om de grootste problemen in de ratingmarkt het hoofd te bieden. De door de Commissie geïdentificeerde problemen zijn, in het kort, een overdreven vertrouwen op externe ratings door wettelijke verplichtingen en het overmatige gebruik ervan voor intern risicomanagement, 'cliff'-²⁰ en besmettingseffecten (of sneeuwbal effecten) door wijzigingen van overheidsratings, een te sterke concentratie op de ratingmarkt, onvoldoende mogelijkheden voor de gebruikers van ratings om ratingbureaus aansprakelijk te houden, gevolgen van het *issuer pays*-model en onvoldoende gezonde ratingme-

18 Te raadplegen op <[www.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?lang=en&reference=2010/2302\(INI\)](http://www.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?lang=en&reference=2010/2302(INI))>.

19 Voor een samenvatting van de reacties op het consultatiedocument raadpleeg <http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/summary-responses-cra-consultation-2011_0704_en.pdf>.

20 'Plotseling optredende effecten die ontstaan als gevolg van een afwaardering tot onder een bepaalde drempel, waarbij de afwaardering van één enkel effect (in financiële zin) tot een disproportionele kettingreactie kan leiden.' Voetnoot 8, samenvatting van de effectbeoordeling van het Voorstel, SEC(2011)1355 def.

J.C. Jaakke

thodologieën en ratingprocessen. Ik zal de belangrijkste wijzigingen waarmee de Commissie hoopt deze problemen aan te pakken hier bespreken.

Het Voorstel begint met het plaatsen van de zogenoemde 'rating outlooks'²¹ onder het toepassingsgebied van Verordening I. Ratingbureaus dienen in de toekomst informatie te verstrekken over de periode waarbinnen de verwachte aanpassing van de rating zich volgens het ratingbureau zal voordoen.

Voor wat betreft het terugdringen van het vertrouwen op externe ratings door bepaalde financiële instellingen (onder andere kredietinstellingen en beleggingsmaatschappijen) voegt het Voorstel art. 5 bis toe. Hierin wordt bepaald dat deze instellingen hun eigen kredietrisicobeoordeling moeten maken en niet uitsluitend of werktuiglijk mogen vertrouwen op ratings. De voor de verschillende instellingen bevoegde toezichthouders dienen de toereikendheid van de kredietbeoordelingsprocessen van de instellingen te monitoren. Mijns inziens wordt het voor de toezichthouders nog een hele klus om te bepalen wanneer een instelling nu een te groot vertrouwen heeft in een externe rating. De instelling kan immers goed berekenen dat de uitkomst van de eigen beoordelingsprocessen gelijk is aan de door het (de) ratingbureau(s) afgegeven rating(s). Het lijkt dus noodzakelijk om duidelijke en strenge regels op te stellen met betrekking tot het gewenste evenwicht tussen externe en interne kredietbeoordelingen, zodat de verantwoordelijke toezichthouders effectief kunnen ingrijpen wanneer dit evenwicht wordt verstoord.

Een meer praktische oplossing van dit vertrouwensprobleem kan worden gevonden in de toevoeging van art. 8 bis en art. 8 ter die uitgevende instellingen respectievelijk verplichten om doorlopend specifieke informatie over gestructureerde financieringsproducten te verstrekken via een door ESMA beheerde website, en de verplichting opleggen om in het geval van een aanvraag van een rating voor dergelijke producten twee ratingbureaus onafhankelijk van elkaar in te huren. Deze laatste verplichting brengt een toename van de werkzaamheden voor ratingbureaus met zich mee. Hoewel art. 8 ter eisen aan de onafhankelijkheid van de twee ratingbureaus stelt, worden er geen verdere eisen aan de (omvang van de) ratingbureaus gesteld. Zo zou een uitgevende instelling een gerenommeerd ratingbureau en een vele malen kleiner ratingbureau in kunnen schakelen, om zich vervolgens niets aan het oordeel van deze laatste gelegen te laten liggen.

De belangrijkste oorzaak van het probleem van conflicterende belangen, het *issuer pays*-model, blijft als verdienmodel in deze opzet van het Voorstel in stand. Een oorzaak hiervan zou kunnen worden gevonden in de antwoorden op het hierboven genoemde consultatiedocument van 5 november 2010. Daaruit kwam naar voren dat alle genoemde alternatieven voor dit model in zekere zin potentiële conflicterende belangen met zich meedragen. Een van de genoemde alternatieven, het *payment upon results*-model, lijkt mij echter de minste nadelen met zich mee te brengen en de risico's lijken, mits goed uitgewerkt, makkelijker beheersbaar. Het *payment upon results*-model houdt in dat de hoogte van de vergoeding

21 Een opinie waarbij de verwachte toekomstige richting van de rating wordt aangegeven.

van ratingbureaus wordt bepaald aan de hand van de prestaties van hun ratings over een bepaalde periode. Om operationeel te blijven zou een deel van de vergoeding in een fonds gestopt moeten worden, waaruit de ratingbureaus dan kunnen lenen. In de reactie van het ministerie van Financiën namens Nederland wordt deze optie als interessant beschouwd omdat zij de financiële belangen van ratingbureaus parallel laat lopen aan de kwaliteit van hun ratings.²² Wel worden er kanttekeningen geplaatst wat betreft de uitvoerbaarheid en de voorwaarden waaronder ratingbureaus dan de voor het operationeel kunnen blijven noodzakelijke lening krijgen uit het fonds.

De Commissie heeft met het Voorstel echter gekozen voor een aanpak van de uitwassen van het verdienmodel in plaats van voor een algehele omslag. De voornaamste wijziging is de invoering van een roulatiesysteem voor ratingbureaus dat niet van toepassing is op niet-aangevraagde en op *sovereign* ratings. Dit systeem beperkt de zakelijke relatie tussen een ratingbureau en de uitgevende instelling tot maximaal drie jaar, of één jaar indien er in dat jaar meer dan tien ratings zijn afgegeven voor de schuldinstrumenten van die uitgevende instelling. Ratings over de uitgevende instelling zelf mogen ook slechts voor een periode van drie jaar worden afgegeven. Dit roulatiesysteem houdt ook rekening met het in sommige gevallen in het Voorstel verplicht inschakelen van meerdere ratingbureaus. Wanneer dit het geval is (overigens ook wanneer hier geen verplichting toe bestaat), dient een van de ratingbureaus te rouleren, met dien verstande dat elk van deze ratingbureaus maximaal zes jaar een zakelijke relatie met de uitgevende instelling kan hebben. In alle gevallen mag een ratingbureau na afloop van de betreffende termijn pas weer na een periode van vier jaar een zakelijke relatie aangaan met de uitgevende instelling. Behalve het doorbreken van de traditionele lange zakelijke relaties tussen ratingbureaus en klanten kan dit systeem ook het probleem van het zogenoemde 'lock-in effect' verminderen.²³ Hoewel de Commissie hoge verwachtingen heeft van dit roulatiesysteem, is het voorstelbaar dat uitgevende instellingen die heel veel producten uitgeven een hoge frequentie van rouleren zullen moeten toepassen door deze regel. Door de afkoelingsperiode van vier jaar zullen zij met veel verschillende ratingbureaus moeten gaan werken. Dat zou een afbrokkeling van de oligopolistische structuur van de ratingmarkt kunnen betekenen, maar houdt tegelijkertijd in dat de kwaliteit van ratings van complexe financiële producten omlaag kan gaan doordat veel ratingbureaus (nog) niet (goed) in staat zullen zijn om deze producten van een betrouwbare rating te voorzien.

Om de ratingmethodes en ratingprocessen (en daarmee de kwaliteit van de ratings) te verbeteren moet ESMA een grote vinger in de pap krijgen. Zo moeten ratingbureaus nieuwe of wijzigingen van bestaande ratingmethodologieën ter goedkeuring voorleggen aan ESMA. Ook is elk ratingbureau verplicht in het geval

22 Antwoord van het ministerie van Financiën op het consultatiedocument van 5 november 2010, p. 12.

23 Dit effect zorgt ervoor dat de uitgevende instelling afziet van het veranderen van ratingbureau omdat dit een negatief beeld over de kredietwaardigheid zou oproepen bij de belegger.

J.C. Jaakke

van fouten in de ratingmethodes niet alleen ESMA, maar ook de beoordeelde entiteiten en het publiek in het algemeen te informeren.

Een ander door de Commissie geïdentificeerd probleem is het effect van een wijziging van een *sovereign* rating op andere landen, de zogenoemde 'cliff'- en besmettingseffecten. Dat deze effecten zeer reëel zijn, heeft het recente verleden wel aangetoond.²⁴

De wijzigingen met betrekking tot de *sovereign* ratings zijn echter marginaal te noemen. Het voorstel zoals opgenomen in het consultatiedocument om ratingbureaus te verplichten lidstaten een responstijd van drie dagen te geven is in het Voorstel nergens terug te vinden. De Commissie wil vooral de kwaliteit van *sovereign* ratings verbeteren. Daartoe wordt als voornaamste verbetering de verplichting voor ratingbureaus aangedragen om het volledige onderzoeksrapport bij de afgifte en wijziging van *sovereign* ratings te publiceren. Het is moeilijk voor te stellen hoe deze verplichting op zichzelf de (ongefundeerde) paniek op de financiële markten zal doen afnemen wanneer bijvoorbeeld de rating van de Verenigde Staten wordt aangepast.

Om de doelstellingen tot het verbeteren van de concurrentie op de ratingmarkt en het verhogen van de kwaliteit van de ratings te bewerkstelligen stelt de Commissie voor om alle beschikbare ratings voor een schuldinstrument te publiceren in een Europese ratingindex (EURIX). ESMA dient hiertoe een ratingschaal te ontwikkelen voor alle ratings, waardoor de beleggers de ratings makkelijker kunnen vergelijken. Daarnaast mogen de door het ratingbureau in rekening gebrachte prijzen niet discriminerend zijn of afhangen van het niveau van de rating of een ander resultaat of effect van de verrichte werkzaamheden.

In overweging 24 van het Voorstel stelt de Commissie dat de belegger een ratingbureau aansprakelijk moet kunnen stellen wanneer dat ratingbureau de verordening schendt en deze schending een impact heeft gehad op het ratingeffect. Dit kan met het Voorstel wanneer er sprake is van een opzettelijke schending of in geval van grove nalatigheid van het ratingbureau. Om dit verhaalsrecht te effectueren en omdat beleggers vaak in beperkte mate zicht hebben op de interne procedures van een ratingbureau vindt er een gedeeltelijke bewijslastomkering plaats. Wanneer de belegger aantoont dat een ratingbureau een inbreuk heeft begaan die is opgenomen in bijlage III van de Verordening²⁵ dient het ratingbureau te bewijzen dat deze inbreuk niet heeft plaatsgevonden of dat deze inbreuk geen impact heeft gehad op de rating. Het aantonen van het bestaan van de schade en het oorzakelijk verband tussen schending en schade rust wel nog steeds op de belegger. Het aantonen van het oorzakelijk verband tussen schending en schade zal waar-

24 Internationaal Monetair Fonds, *Sovereign rating news and financial markets spillovers: Evidence from the European debt crisis*, Working Paper, maart 2011, beschikbaar op <www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1168.pdf>.

25 Verordening II voegde aan Verordening I een bijlage III toe met een lange lijst van inbreuken op de verordening. Inbreukmakend is onder andere wanneer het bedrijfsbelang van het ratingbureau afbreuk doet aan de onafhankelijkheid, wanneer de openbaarmakingsbepalingen worden geschonden en wanneer er consultancy- en adviesdiensten worden verstrekt.

schijnlijk erg lastig blijven voor de belegger. Immers, die specifieke schending moet de oorzaak zijn van bijvoorbeeld het koerseffect van een aandeel, hetgeen in veel gevallen moeilijk aan te tonen zal zijn.

In de toelichting op het Voorstel is ten slotte bewust afgezien van het opzetten van een Europees (publiek) ratingbureau 'omdat belangenconflicten en de geloofwaardigheid ervan moeilijk aan te pakken bezwaren met zich mee zouden brengen, vooral indien een dergelijk ratingbureau overheidsschulden zou beoordelen'.²⁶ Een ander nadeel is de vereiste expertise en de daarmee gepaard gaande kosten. Het lijkt uitgesloten dat een publiek ratingbureau kan concurreren met de hoge salarissen van commerciële ratingbureaus. Ook het aantal werknemers dat nodig is om de Europese markt te bedienen, is groot. Ratingbureau S&P had volgens de voormalig minister van Financiën Wouter Bos rond de duizend werknemers nodig om een Europees marktaandeel van 79% in stand te houden.²⁷

5 Slotsom

Ratingbureaus zijn geworden tot de *gatekeepers* van de financiële markten en niet meer weg te denken uit het huidige financiële systeem. In het zadel geholpen door toezichthouders en regelgeving begonnen ratingbureaus aan hun opmars, met als resultaat de belangrijke positie waarin zij nu verkeren. Toen de financiële crisis in 2007 in al haar hevigheid losbarstte, werd duidelijk dat gestructureerde financiële instrumenten, met als onderliggende waarden vaak *subprime* hypotheeken, de grote schulden bleken te zijn. De huizenprijzen begonnen te dalen en de banken en hypotheekverstrekkers kwamen in de problemen. De ratingbureaus werden aangewezen als medeschuldigen en belandden in een storm van kritiek nu zij het mede mogelijk maakten om deze hypotheeken te verpakken in effecten. Ratingbureaus hielpen door middel van advies mee aan het structureren van dergelijke instrumenten, om deze vervolgens zelf van een rating te voorzien. In een klassieke 'race to the bottom' was de klant koning en kwam de kwaliteit van de ratings ernstig in het geding.²⁸

Deze verscheidenheid aan kritieken deed de vraag rijzen of de huidige regulering van ratingbureaus wel toereikend was. De bestaande regelgeving werd op vrijwillige basis nageleefd en concreet toezicht, versterkt met handhavingsinstrumenten, ontbrak. In de Verenigde Staten en de Europese Unie werden nieuwe, strengere regels ontwikkeld en werd een systeem van toezicht ingesteld.

De in de Europese Unie geldende regels omtrent ratingbureaus zijn in mijn ogen een stap in de goede richting. Regelgeving is de nieuwe norm geworden voor ratingbureaus, zelfregulering heeft duidelijk gefaald. Ratingbureaus zijn uitgegroeid tot belangrijke schakels in de financiële wereld en dienen meer verant-

26 Toelichting op het Voorstel, onder par. 3.4.9.

27 Kamerstukken II 2008/09, 31 371, nr. 137.

28 Boersma 2010, p. 23.

J.C. Jaakke

woordelijkheid te nemen dan tot nu toe het geval is geweest. Aan deze huidige positie draagt de oligopolistische structuur van de markt zeker bij nu beleggers weinig keus wordt gelaten wat betreft de mogelijkheid tot het inwinnen van informatie. Tegelijk met het verhogen van de kwaliteit van de ratings wordt geprobeerd om het vertrouwen op de ratings terug te dringen. Geen gemakkelijke opgave nu meer regelgeving met zich meebrengt dat investeerders juist in grotere mate op een gereguleerde markt gaan vertrouwen. Politici zouden zich in dit licht goed moeten realiseren dat hun commentaren op de ratingbureaus met betrekking tot de *downgrades* van de *sovereign* ratings, wanneer bijvoorbeeld de timing ongelukkig is, een signaal afgeven dat men op de ratingbureaus vertrouwt. Juist dan is het van belang te benadrukken dat dit slechts een van de vele voorstellingen van de waarheid is en niet per definitie de juiste voorstelling van zaken hoeft te zijn.

De in het Voorstel neergelegde wijzigingen van de verordening zijn bedoeld om de grootste problemen rond ratingbureaus het hoofd te bieden. Deze problemen zijn uitgebreid geanalyseerd en worden ook door de Commissie onderschreven. De Commissie pakt enkele van die problemen adequaat aan. Zo krijgen de bevoegde toezichthouders van verschillende instellingen de mogelijkheid om de kredietbeoordelingsprocessen van deze instellingen te beoordelen op de mate van vertrouwen op externe ratings. Indien de toezichthouders daar strikte voorwaarden aan verbinden, kan deze regel in grote mate het vertrouwen op externe ratings terugdringen. Daarnaast is de oprichting van EURIX een goede stap om de vergelijkbaarheid van de verschillende ratings inzichtelijk te maken en kan de 'score', en daarmee de reputatie van het ratingbureau, een goede drijfveer zijn om te presteren. Ook ziet de Commissie in mijn ogen terecht in dat een Europees publiek ratingbureau geen oplossing is. Integendeel, de oprichting van een dergelijk ratingbureau kan op zichzelf problemen creëren in de zin van conflicterende belangen waar het gaat om het afgeven van *sovereign* ratings.

De Commissie blijft echter om de hete brij heen draaien als het gaat om de conflicterende belangen voortvloeiend uit het *issuer pays*-model. Het voorgestelde roulatiesysteem is wat mij betreft een pleister op de wonde. Zolang de ratingmarkt uit drie grote spelers bestaat, zullen de kleine ratingbureaus door dit systeem financiële producten van een rating moeten voorzien waartoe zij (nog) niet in staat moeten worden geacht. De diversiteit aan zienswijzen, perspectieven en methodologieën moet volgens de Commissie leiden tot een grote verscheidenheid aan ratings en uiteindelijk tot een verbetering van de kwaliteit van ratings. Het is niet ondenkbaar dat uitgevende instellingen hun meest complexe en belangrijkste producten van een rating laten voorzien door een van de gerenommeerde ratingbureaus en de kleinere opkomende ratingbureaus de rest krijgen. Dit is de uitgevende instellingen ook moeilijk kwalijk te nemen nu de ratingbureaus buiten de grote drie de ervaring missen om deze producten te raten en het nog maar de vraag is of deze ratingbureaus de expertise in huis hebben om tot een kwalitatief hoogstaande rating te komen. De opkomst van nieuwe spelers op de ratingmarkt wordt hiermee dan ook bemoeilijkt en de relaties tussen het ratingbureau en de

uitgevende instelling zullen over de door de Commissie opgeworpen vierjarentermijn reiken.

In het licht van het doorbreken van de oligopolistische structuur van de ratingmarkt (en daarmee het scheppen van een voorwaarde voor het slagen van het roulatiesysteem) valt het toe te juichen dat nieuwe spelers in niet-westerse (opkomende) landen hun intrede doen. Zo is het Chinese Dagong Global Credit Rating²⁹ een nieuwe speler in de markt met een vernieuwende kijk op de totstandkoming van ratings.³⁰ Maar bovenal moeten de aan het *issuer pays*-model inherente conflicterende belangen het hoofd geboden worden. Dit kan niet eerder dan dat er voor een ander verdienmodel gekozen wordt. Het Voorstel, zoals het er nu ligt, onderkent de grootste problemen, maar pakt er, teleurstellend genoeg, slechts enkele doortastend aan. Daarnaast is het nog maar de vraag wat er uiteindelijk van dit Voorstel overeind zal blijven. De definitieve stap naar een solide en betrouwbare ratingmarkt is hiermee dan ook zeker nog niet gezet.

29 Zie voor meer informatie <www.dagongcredit.com/dagongweb/english/index.php>.

30 B. van Dijk, Kredietbeoordelaar Dagong pleit voor hervorming systeem, Het Financieele Dagblad 2 mei 2011, te raadplegen op <<http://fd.nl/Archief/2011/05/02/kredietbeoordelaar-dagong-pleit-voor-hervorming-systeem>>.