

Credit rating agencies: informatieasymmetrie en civiele aansprakelijkheid

Koen Donkers, Piet Duffhues en Wim Weterings

SAMENVATTING Credit rating agencies (CRA's) zoals Standard & Poor's en Moody's bestaan al vanaf het begin van de twintigste eeuw. Hun hoofddoel is het meer efficiënt maken van de financiële markten door het produceren van ratings of rapportcijfers waarin het kredietwaardigheidsgehalte van ondernemingen met betrekking tot leningen en kredieten wordt uitgedrukt. De intermediaire positie van CRA's stelt hoge eisen aan de efficiëntie van het ratingproces en het vermijden van belangenconflicten. In de praktijk bestaat twijfel over het realiteitsgehalte van deze doelen en daarmee over het nut van ratings, terwijl ze paradoxaal genoeg toch in brede kring zijn geaccepteerd. Aansprakelijkheidsstelling van CRA's is een van de mogelijke oplossingen..

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK Dit artikel bespreekt de vraag of de kritiek die beleggers en ondernemingen op CRA's hebben wel altijd terecht is en hoe te handelen wanneer die kritiek wel terecht is. Gewezen wordt op de doelen van CRA's en de in vele nationale en internationale publicaties gerezen twijfels over hun doelmatigheid en effectiviteit. Voor ondernemingen en beleggers is dit artikel zeer relevant omdat het inzicht geeft in het functioneren van CRA's en de wijze waarop daarover wordt geoordeeld in de samenleving. Eventuele juridische maatregelen tegen CRA's, zoals wanprestatie en onrechtmatige daad, passeren uitgebreid de revue. Een objectieve beoordeling is echter lastig omdat ook CRA's onder onzekere verhoudingen moeten werken.

1 Inleiding

Credit rating agencies (hierna: CRA's) of kredietbeoordelingsbureaus ontwikkelen oordelen over kredietwaardigheid van emittenten ten behoeve van beleggers in leningen van ondernemingen, semioverheden en landen. Zij doen dit op basis van kwantitatieve en kwalitatieve analyse van de financiële kracht van emittenten. Zeer bekende Amerikaanse voorbeelden van CRA's zijn Standard & Poor's Credit Market Services, Moody's Investors Service en Fitch. Inc. Deze bureaus produceren deze oordelen onvermijdelijk onder onzekerheid en risico, omdat ook CRA's niet beschikken over profetische gaven. Hun ontstaan gaat terug tot in het begin van de twintigste eeuw. De bureaus

worden geacht bij te dragen aan de efficiency van de financiële markten. De CRA's liggen reeds geruime tijd onder vuur omdat afgegeven ratings over vooraanstaande ondernemingen op latere tijdstippen onbegrijpelijk bleken. Hun aantoonbare en in brede kring beweerde falen vooral in de periode 2007-2009 kan echter niet zonder meer als verwijtbaar worden bestempeld. Falen is niet per definitie verwijtbaar tekortschieten. Het waren niet alleen CRA's, maar ook vele andere actoren in de financiële wereld die in de aanloop tot de financiële crisis van 2007-2009 niet-geringe steken hebben laten vallen, zoals banken, beleggers, overheden en toezichthouders. Dit besef leidt ertoe dat CRA's en hun gedragingen alleen tegen die achtergrond van 'collectief falen' van het financiële systeem moeten worden beoordeeld, ook al staat vast dat achteraf gezien volstrekt onjuiste rapportcijfers (zoals ratings gemakshalve ook wel worden geduid) zijn afgegeven.

De vraag is relevant welke mechanismen ertoe hebben geleid dat ook CRA's zeer waarschijnlijk in belangrijke mate hebben kunnen bijdragen aan het ontstaan en de diepte van de crisis. Waren afgegeven, achteraf foutieve, ratings 'slechts' vergissingen van de CRA's zoals die in de financiële sector altijd wel kunnen voorkomen of hebben CRA's misbruik gemaakt van te grote discretionaire bevoegdheden, daartoe in staat gesteld door een door de Amerikaanse overheid opgelegd reguleringsregime? Dit is het centrale thema van dit artikel. Het doel van dit artikel is om de achtergronden en oorzaken van de genoemde kwalificaties te duiden en om te onderzoeken of civielrechtelijke aansprakelijkheid van CRA's hier een oplossing biedt. Wij zullen eerst kort toelichten wat CRA's en credit ratings precies zijn (paragraaf 2). Vervolgens wordt aandacht besteed aan de verwijten die aan het adres van CRA's worden gemaakt door reguleringsautoriteiten (paragraaf 3). Dat de CRA's (herhaaldelijk) in een negatief daglicht zijn komen te staan, lijkt geen toevalligheid maar veeleer een 'systeemfout'. In paragraaf 4 wordt de theoretische en empirische literatuur op het gebied van CRA's kort samengevat. De genoemde systeemfout benaderen wij in

paragraaf 5 rechtseconomisch en daaruit komt naar voren dat de ratingmarkt wordt gekenmerkt door 'duale informatieasymmetrie' in alle aanwezige verhoudingen tussen de drie betrokken partijen. Dit is terug te voeren op de verschijnselen 'adverse selection' en 'moral hazard'. Vervolgens zullen wij bepleiten dat civielrechtelijke aansprakelijkheid van CRA's hier een oplossing biedt (paragrafen 6 en 7), maar wij zullen daarbij tevens een belangrijke kanttekening maken (paragraaf 8). Aansluitend wordt de onderzoeksplicht van CRA's toegelicht (paragraaf 9). Ten slotte volgen enkele conclusies (paragraaf 10).

2 Wat zijn CRA's en credit ratings?

CRA's zijn ondernemingen die het kredietrisico van banken, verzekeraars en andere ondernemingen beoordelen. Ook kunnen de schuldpapieren en kapitaalinstrumenten van deze bedrijven onderwerp van een credit rating zijn. De beoordeling vertaalt zich naar een credit rating, die wordt gebruikt door onder meer beleggers om het risico of rendement van een lening te evalueren (Duffhues, 2006a, p. 40). Naarmate de kredietwaardigheid van een onderneming hoger is, zal een hogere rating worden gegeven. De beoordeling van de kredietwaardigheid wordt behalve op het bedrijfsrisico (de mate waarin de werkelijke bedrijfsresultaten kunnen afwijken van de verwachte bedrijfsresultaten) ook gebaseerd op het financiële risico (de mate waarin de werkelijke winst voor belasting kan afwijken van de verwachte winst voor belasting als gevolg van het financieren met vreemd vermogen). Een credit rating kent een feitelijk element en een opiniërend subjectief element.

Het initiatief om een credit rating op te stellen, kan bij verschillende partijen liggen. De onderneming die onderwerp is van de credit rating kan zelf om de credit rating vragen. Men spreekt dan van een 'solicited' of 'gevraagde' rating. Een onderneming vraagt een rating omdat die dikwijls vereist is om tegen zo laag mogelijke rentekosten effectief toegang te kunnen krijgen tot de internationale kapitaalmarkt en tot grote beleggers.¹ Er wordt door de onderneming betaald voor de rating in de vorm van een fee. Ook kan een belegger of de CRA de initiatiefnemer zijn. In dat geval is de credit rating 'unsolicited' of 'ongevraagd'. Dit vindt in beginsel plaats zonder overleg met de onderneming die onderwerp is van de credit rating en zonder dat de desbetreffende onderneming voor de rating betaalt. Paragraaf 4.4 gaat nader in op het onderscheid tussen gevraagde en ongevraagde ratings.

3 Kritiek van reguleringsautoriteiten

CRA's zijn sinds jaren, in het algemeen en naar aanleiding van de kredietcrisis in het bijzonder, met enige regelmaat onderwerp van discussie. Deze paragraaf stipt enkele

belangrijke bronnen van kritiek aan, echter zonder aanspraak op volledigheid.

3.1 SEC-rapport (2003)

De Sarbanes-Oxley Wet (2002) in de Verenigde Staten werd afgekondigd met als hoofddoel de corporate governance van ondernemingen beter te reguleren dan tot dan toe het geval was. De wet bevatte de opdracht aan de *Securities and Exchange Commission* (SEC) om een speciale studie te maken over het optreden van CRA's. De SEC heeft als uitvloeisel hiervan een rapport uitgebracht over de rol en het functioneren van CRA's en heeft hun betekenis voor de financiële markten onderzocht. Het verkennende rapport bevatte voorlopige onderzoeksresultaten over beweerde concurrentievervalsende praktijken, de mate waarin CRA's zich hadden gekwetend van hun inspanningsverplichting en het noodzakelijke toezicht op CRA's (SEC, 2003). Niet onbelangrijk is ook te vermelden dat volgens dit belangrijke rapport credit ratings in essentie werden gezien als een 'opinie' van de CRA over de kredietwaardigheid van een bepaalde debiteur per een bepaalde datum. Marktpartijen hebben zich in hun oordeelsvorming over de financiële kwaliteit van effecten vele decennia gebaseerd op deze ratings. Met het oog op de goede werking van de financiële markten eisten regulerende instanties dat ratings zorgvuldig tot stand kwamen.

3.2 De bijdrage van Partnoy (2006)

Partnoy (2006) typeerde de CRA's als 'the least-understood gatekeeper' van de financiële markten. Deze auteur beklemtoont de schade aan het 'reputatiekapitaal' van de CRA in alle gevallen waarin deze 'agenten' van het financiële systeem slechte ratings afgeven. Ook wordt de verwijtbaarheid van CRA's gerelativeerd in termen als 'in de jaren 2001-2006 waren de prestaties van CRA's niet slechter dan van andere poortwachters'. Specifiek zijn de potentiële belangenconflicten en de oligopoliestructuur van de markt waarin zij opereren. CRA's genieten bescherming van de regulerende autoriteiten en strijken daardoor een voordeel op, ook wanneer ze slecht presteren. Een belangrijk kenmerk is dat CRA's in tegenstelling tot andere poortwachters als accountants en juristen, in belangrijke mate immuun zijn voor civiele en strafrechtelijke aansprakelijkheid wanneer verwachtingen worden beschaamd. Partnoy acht deze relatieve bescherming onterecht. Rechteren hebben verklaard dat ratings niet meer dan opinies zijn. Partnoy acht dit een dwaling van de Amerikaanse rechtspraak. CRA's zijn volgens Partnoy omstreden omdat ze, hoewel belangrijk, weinig informatiewaarde toevoegen. Hij typeert CRA's als paradoxale instituten. Verbeteringen moeten voortkomen uit het bieden van meer informatie door CRA's en uit een geringere invloed op de financiële markten.

3.3 Het CESR-rapport (2008)

Ook het *Committee of European Securities Regulators* (CESR) heeft in een *consultation paper* (CESR, 2008) zijn kritieken op CRA's uiteengezet. Tot voor kort werden, aldus het rapport, ratings van een CRA als zeer betrouwbaar ervaren. Echter, de CRA's worden door velen in hoge mate verantwoordelijk gehouden voor de recente onrust op de (financiële) markten. Hierna wordt een viertal tekortkomingen uiteengezet dat over de CRA's is geformuleerd in het *consultation paper* van de CESR.

- De eerste tekortkoming betreft de beperkte transparantie naar de markt toe van de ratingactiviteiten van CRA's in het algemeen en de ratingmethoden in het bijzonder.
- De tweede tekortkoming betreft het personeelsbeleid dat CRA's hadden gevoerd. De capaciteit van de CRA's en de kwaliteit van de analisten waren onvoldoende.
- De derde tekortkoming betreft de gebrekkige 'monitoring' van de credit ratings door de CRA's. Herhaaldelijk is geconstateerd dat het erg lang duurde voordat de CRA's hun credit ratings actualiseerden, in het bijzonder wanneer ten gevolge van negatieve ontwikkelingen een 'downgrade' (bijstelling van de rating naar beneden) nodig was.
- De vierde tekortkoming die de CRA's is verweten, betreft de hoge mate van afhankelijkheid van de emittenten. CRA's hebben financiële instrumenten van een credit rating voorzien, waarover zij zelf eerder aan de emittenten hadden geadviseerd. Hierdoor ontstaan belangenverstrengelingen. Een hoge credit rating werd door de emittenten van essentieel belang geacht. Derhalve werd aan de CRA's, voorafgaande aan de kredietbeoordeling, gevraagd te adviseren over de eisen waaraan het product zou moeten voldoen om een goede credit rating te krijgen (meer hierover in par. 4).

3.4 Recente kritieken en ontwikkelingen (2010)

Niet alleen theoretici, maar ook politici bekritisieren, vooral sinds de financiële crisis is uitgebroken, de rol van CRA's. Barroso, voorzitter van de Europese Commissie, merkte onlangs (*Financial Times*, 7 mei 2010, p. 4) op dat 'ratings appear to be too procyclical, too reliant on the market mood rather than on fundamentals'. Striktere regels ter voorkoming van belangenverstrengeling door CRA's waren volgens deze politicus dringend nodig alsook meer duidelijkheid over de methodologie van het ratingproces en de provisie-inkomsten van de CRA's (*Financial Times*, 7 mei 2010, p. 4). Een onderzoekscommissie van het Amerikaanse Congres meldde onlangs dat was vastgesteld dat de twee grootste CRA's op een onredelijke manier waren beïnvloed door zakenbankiers die hun provisies betaalden voor het afgeven van ratings op *collateralized debt obligations* (CDO's). Bovendien is in Europa een zekere afkeer gebleken van de

huidige toonaangevende Amerikaanse CRA's en hun werkwijze. De oprichting van een eigen Europees ratingbureau, eventueel gespecialiseerd in de beoordeling van overheidsleningen, wordt door Brussel overwogen (*Financial Times*, 5 mei 2010). In december 2010 gaat in elk geval reeds verscherpte Brusselse regelgeving in op de handelspraktijken van kredietbeoordelaars. Deze hebben in het bijzonder betrekking op de eis van registratie van deze CRA's en de door hen gevolgde methoden.

4 Academische literatuur

Boot (2006) heeft gewezen op de verschillende beoordelingen die CRA's krijgen van praktijkfunctionarissen en de academische literatuur. Daarbij waren practici overwegend positief in hun oordeel en de literatuur overwegend negatief. De practici hechtten veel betekenis aan het feitelijk gebruik van ratings door financiële marktpartijen en toezichhouders. De literatuur zocht meer naar de theoretische betekenis van CRA's en vond die niet. Sinds maart 2006 heeft de mondiale financiële crisis van de jaren 2007-2009 en de rol die CRA's daarin hebben gespeeld, duidelijk gemaakt dat de literatuur het in het algemeen juist heeft gezien door een grote mate van scepsis aan de dag te leggen over de toegevoegde waarde van CRA's: grote verliezen zijn geleden door beleggers die op het verkeerde been zijn gezet door onvoldoende onderbouwde ratings die waren afgegeven door de bekende kredietbeoordelaars in de Verenigde Staten. De mate van verwijtbaarheid staat hiermee echter niet vast, zoals in de inleiding is betoogd.

Boot (2006) heeft in zijn artikel, daterend van voor de financiële crisis, opnieuw aandacht gevraagd voor het ontbreken van een theoretisch kader voor het beoordelen van credit ratings. Het voorstel was om in deze lacune te voorzien met het ontwikkelen van de visie op ratings als een coördinatiemechanisme in fragiele financiële markten (Boot et al., 2006). Meer in het bijzonder gaat het in dit theoretisch raamwerk primair om het coördineren van de gedragingen van beleggers, dus niet van de CRA's zelf. Secundair gaat het om het beheersen van het gedrag van ondernemingen die vermogenstitels uitgeven. In deze zin kunnen ratings de stabiliteit van de financiële markten ten goede komen.

4.1 Het traditionele CRA-model

In het traditionele model gebruiken beleggers met voordeel ratings als baken voor hun beleggingsbeslissingen, omdat deze ratings de bestaande en onvermijdelijke informatieasymmetrie tussen onderneming en beleggers verminderen. Daar zou de toegevoegde waarde van de CRA's liggen. Financiële markten werken hierdoor beter, zo is de verwachting. De kosten van de te verkrijgen financiering worden in deze visie verlaagd doordat scherper en beter kan worden beslist over de prijs van een lening. Hier staat tegenover dat beleggers ook steeds meer op eigen

kompas kunnen varen, omdat de kwaliteit van de informatie in het algemeen voor iedere betrokkene sterk is verbeterd dankzij de ontwikkeling van de technologie. Het werkterrein van de CRA zou dus uit dien hoofde zijn gekrompen. Hun rol zou aan belang hebben ingeboet.

Het empirisch onderzoek heeft volgens Boot (2006) het gelijk van dit traditionele CRA-model – het leveren van een bijdrage aan een meer transparante markt – niet kunnen aantonen. Dit kan erop wijzen dat beleggers zelf de hand aan de ploeg hebben geslagen en de CRA's minder nodig hebben, die als het ware slachtoffer van de technologische ontwikkeling zijn geworden. Dit is ons inziens slechts schijn. Het tegendeel is eerder waar. In werkelijkheid waren en zijn beleggers namelijk niet snel geneigd om ratings de rug toe te keren, hoewel een gewaarschuwd belegger ook voor twee telt. Wij zien ten minste drie redenen waarom het voortbestaan van CRA's niet snel in gevaar zal komen. In de eerste plaats heeft de financiële globalisering de betekenis van ratings alleen maar doen toenemen. Beleggers over de hele wereld moeten beslissingen nemen over de kwaliteit van vaak ver weggelegen emittenten van vermogenstitels en gebruiken hierbij op grote schaal ratings. Als tweede verklaring geldt dat de innovatiegolf op de financiële markten, die heeft geleid tot het introduceren van soms zeer complexe producten, de behoefte aan ratings zeer heeft versterkt. Niet iedere belegger is bereid om zich in de complexe producten te verdiepen en is diensgevolge geneigd om ratings van erkende kredietbeoordelaars te volgen. Een derde mogelijke verklaring voor een toegenomen belangstelling voor ratings is de reeks financiële schandalen die in het voorbije decennium in het internationale bedrijfsleven van tijd tot tijd is opgetreden en die de kwaliteit van de corporate governance heeft aangetast. Beleggers zullen zich met behulp van het gebruik van ratings zo veel mogelijk willen blijven wapenen tegen misbruik van hun goedwillendheid om in te schrijven op emissies van aandelen en obligaties.

De conclusie is opmerkelijk in die zin dat het traditionele CRA-model enerzijds gedoemd was een langzame dood te sterven op basis van technologische ontwikkelingen, maar dat anderzijds bepaalde ontwikkelingen en het optreden van actoren in het internationale economische krachtenspel de behoefte aan ratings juist in sterke mate hebben doen toenemen. De behoefte aan ratings afgegeven door deskundige en integer handelende CRA's is zelfs groter dan ooit ondanks de technologische ontwikkeling. Daarmee is de rol van de CRA's eerder toegenomen dan uitgespeeld. Ook hun macht is in feite daarmee eerder toe- dan afgenomen. Hun precieze rol is echter onduidelijk en een reeds lang bestaand object van onderzoek, temeer nu zelfs de integriteit van deze instellingen ter discussie staat.

4.2 Het coördinatiemechanisme (BMS)-model

Boot, Milbourn en Schmeits (2006) hebben voor zover bekend voor het eerst gezocht naar een echte verklaring voor het bestaan van CRA's. Hun 'coördinatie-theorie' komt erop neer dat deze kredietbeoordelaars een coördinerende rol vervullen ten aanzien van het gedrag van beleggers en ondernemingen. Ze vervullen als het ware een kompas-functie. Vooral voor beleggers die gebonden zijn aan het naleven van beperkende nevenvoorwaarden om te mogen beleggen in bepaalde kwaliteit obligaties is die kompas-functie als het goed is een 'lichtbaken' in de enorme informatiestroom die dagelijks op beleggers afkomt. Ook ondernemingen moeten beschikken over het kompas van de financiële markten dat hun door de CRA's wordt aangereikt.

4.3 Het informatietransformatiemodel

Reeds vele jaren twijfelt de academische literatuur over het juiste antwoord op de vraag of CRA's niet achter de feiten aanlopen. Gesteld wordt dan dat hetgeen ratings tot uitdrukking brengen in het algemeen al zichtbaar is in de financiële markten en al in de prijs is begrepen en daardoor min of meer herhalend en dus overbodig is. De kosten van de financiering zijn, als dit waar is, niet lager dankzij de op meer transparantie gerichte rol van de ratings maar even hoog als zonder ratings. Ratings hebben in dat geval strikt genomen geen enkele waarde. Deze visie op CRA's past binnen de theorie van de efficiënte markt die alle relevante en publiekelijk beschikbare informatie onmiddellijk verwerkt in de prijs van effecten en van financiële technieken, zoals hedginginstrumenten. De vraag is echter of CRA's behalve op publiek beschikbare informatie ook niet in hoge mate analyses uitvoeren op basis van door henzelf gecreëerde en in het financiële netwerk verworven *inside information*. Gezien hun centrale rol in de financiële markten, hun grote professionaliteit en hun bestaande netwerken is dit zeker niet uitgesloten. Indien en voor zover dit juist is, hebben CRA's zonder meer een informatieverruimende invloed en is daarmee hun bestaansgrond erkend. Zij maken de markt in dat geval meer informatie-efficiënt door *inside information* om te zetten in publieke informatie. Wij noemen dit de *informatietransformatiefunctie* van de CRA's. De door Boot et al. (2006) geïntroduceerde coördinerende rol van CRA's is in feite de belichaming van deze informatietransformatiefunctie.

In de praktijk is niet iedereen overtuigd van de integriteit van CRA's wegens gevaar van belangenverstremming waarvoor het gezag van de kredietbeoordelaars is ondergraven en beleggers onterecht een gevoel van zekerheid werd voorgespiegeld. De reden is dat CRA's in de traditionele literatuur onterecht worden gezien als instellingen die als intermediair geen eigen problemen scheppen (Boot, 2006). Eigenbelangen van de CRA's kunnen echter afwijken

gedrag uitlokken. De CRA's hebben ook een eigen commercieel doel. Reputatieschade zullen zij echter zo veel mogelijk vermijden. Boot (2008) noemt een interessant voorbeeld van mogelijk ongewenst gedrag: de ongevraagde rating.

4.4 Gevraagde en ongevraagde ratings

Een belangrijke rol in de theoretische en empirische literatuur is weggelegd voor het onderscheid tussen gevraagde en ongevraagde ratings en hun gevolgen voor het beoordelen van het gedrag van kredietbeoordelaars. Handelen deze beoordelaars uit een zekere mate van marktkracht en dus van machtswellust of slechts op basis van *adverse selection*? Een derde mogelijke verklaring is dat emittenten zelf bepalen of ze wel of niet tot aanvraag van een rating overgaan, met als overweging dat ze dit zullen doen als ze denken dat een ongevraagde rating hen onterecht benadeelt. De kwalitatief betere emittenten zullen een rating aanvragen; de zwakkere emittenten niet. Dit levert in totaal drie mogelijke verklaringen. Ongevraagde ratings breiden het werkkterrein van de CRA's uit en hebben een signaalfunctie naar de marktpartijen. Doordat in dit geval geen onderzoek plaatsvindt in de boeken van de emittent, zal de transformatie van informatie die bepaald is door het doorgeven van publieke informatie in beginsel beperkt zijn. De kredietbeoordelaar kan echter ook zijn algemene netwerkkenis in een ongevraagde rating tot uitdrukking brengen (zie 4.3), waardoor toch informatie wordt geproduceerd voor buitenstaanders. De economische functie is dan derhalve beperkt, maar nog steeds nuttig voor beleggers. Voor de kandidaat-emittent ligt de zaak anders. Deze meent veelal dat de ongevraagde rating te laag is, zodat de rentelast hoger wordt. Het is dan ook niet onbegrijpelijk dat emittenten in tweede instantie alsnog een rating vragen aan het bureau met het doel niet slechter af te zijn. Hieruit blijkt dat de gevraagde rating door de CRA in feite kan worden afgedwongen door een ongevraagde rating af te geven. Deze heeft als gevolg hiervan een slechte reputatie (Bannier et al., 2010). Uit wetenschappelijk onderzoek blijkt dat ongevraagde ratings in het algemeen lager zijn dan gevraagde ratings (Byoun en Shin, 2002; Bannier et al., 2010). Bannier et al. (2010) noemen dit de 'neerwaartse vertekening' van ongevraagde ratings.

De vraag die uit deze onderzoeken voortkomt, is of ongevraagde ratings moeten worden toegestaan door de regelgevers. Ze zijn immers controversieel. Met name in Japan zijn ongevraagde ratings onder scherpe kritiek gekomen van de ondernemingen wegens de druk die ervan uitgaat om alsnog een betaalde rating aan te vragen (Byoun en Shin, 2002).

4.5 De studie van Frost (2006)

Frost (2006) heeft onderzocht of de kritiek op de CRA's, zoals verwoord in het eerdergenoemde SEC (2003)-rapport, valide is. Daartoe is empirisch onderzoek

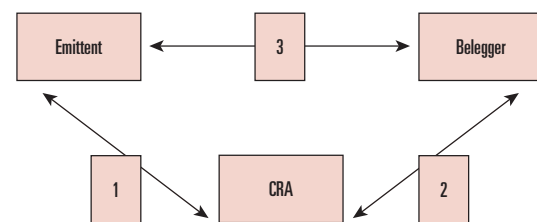
verricht en overige waarheidsvinding betracht. De auteur wijst enigszins verrassend op de beperkte empirische ondersteuning van de vele kritiek op CRA's, maar voegt daaraan toe dat dit type onderzoek wordt gekenmerkt door problemen met het onderzoeksontwerp en met subjectief gekozen benchmarks waaraan het CRA-gedrag wordt getoetst. De onderzoeksresultaten kunnen daarom niet zonder meer worden geïnterpreteerd als dat de kritieken onterecht zijn. Wel wordt vastgesteld dat de duale rol van CRA's een ingebouwd stelsel van conflicterende prikkels oplevert. De nadelen hiervan kunnen desondanks aanvaardbaar zijn als goedkopere alternatieven ontbreken. Frost concludeert dat door middel van modelbouw beter onderzoek naar optimaal CRA-gedrag moet worden uitgevoerd.

4.6 Conclusie

De economische functie van CRA's is er een van informatie-overdracht vanuit een inside- naar een outside-wereld. In dit artikel is dat de informatietransformatiefunctie van CRA's genoemd. Door uitoefening van deze functie coördineren kredietbeoordelaars de beslissingen van de beleggers en de gedragingen van de emittenten van leningen. Deze karakterisering is niet in strijd met de traditionele kijk op CRA's, omdat deze de informatieasymmetrie juist als centraal probleem punt uitdraagt. Het praktische functioneren van CRA's wijkt echter af van dit op zichzelf gezien nuttige maar te partiële theoretische model. De reden hiervoor is dat CRA's zelf nieuwe informatieproblemen creëren. Informatieproblemen worden door CRA's deels verlegd van de bron van het informatietekort (emittenten en beleggers) naar de informatieoplossers (de CRA's) zelf. Helaas ontbreekt vooralsnog theorievorming op dit onderwerp (zie Boot, 2006; en Frost, 2006).

5 Het duale informatieasymmetrieprobleem

De kompasfunctie van CRA's – de coördinerende rol die zij vervullen ten aanzien van het gedrag van beleggers en ondernemingen – kent ook een schaduwzijde. Tussen de CRA's enerzijds en de ondernemingen en beleggers anderzijds bestaat informatieasymmetrie (zie figuur 1).



Figuur 1 Schematisch overzicht van het duale asymmetrieprobleem

De betrokken partijen hebben een zogenaamde *principal-agentrelatie*. Informatieasymmetrie is een veelvoorkomend verschijnsel in relaties die poortwachters aangaan. De agent (CRA) is namens zijn principaal (emittent bij gevraagde rating; belegger bij ongevraagde rating) verantwoordelijk voor een bepaalde taak (hier: het opstellen van een credit rating) en voor de belangen van de principaal, maar heeft ook een eigen, mogelijk afwijkend, belang. De principaal kan het laatste echter vanwege de informatieasymmetrie – de agent beschikt namelijk over informatie die de principaal niet ter beschikking staat – niet goed beoordelen en controleren. Het bijzondere van de principal-agentverhouding in het kader van credit ratings is dat er sprake is van *duale informatieasymmetrie*. Ook de principaal (belegger of emittent) beschikt soms over essentiële informatie die de agent (CRA) niet heeft. Deze *duale informatieasymmetrie* leidt tot mogelijke problemen bij de rating en voor de kwaliteit van een credit rating. De informatieasymmetrie kan zich voordoen voordat (*ex ante*) en nadat (*ex post*) de credit rating-overeenkomst tot stand is gekomen. Als gevolg van de informatieasymmetrie doet zich *ex ante* het verschijnsel ‘adverse selection’ voor. *Ex post* steekt ‘moral hazard’ de kop op. Hierna gaan wij daar zeer in het kort op in.

5.1 De ex-ante relatie emittent – CRA (adverse selection)

Ex ante, dat wil zeggen: voorafgaande aan of bij het aangaan van de ratingovereenkomst, is bij zowel de emittent als de CRA verborgen informatie (‘hidden information’) aanwezig (De Bos en Slagter, 2008, p. 22). Enerzijds heeft de emittent een informatievoordeel omdat hij beschikt over eigen bedrijfsinformatie die essentieel is voor het opstellen van een credit rating. De CRA is met betrekking tot die informatie afhankelijk van hetgeen de emittent aan hem verstrekt. De emittent zal dit informatievoordeel mogelijk door middel van strategisch gedrag trachten te converteren naar een persoonlijk voordeel (Weterings, 2007, p. 55). Anderzijds heeft de CRA meer kennis van en informatie over het vervaardigen van credit ratings dan de emittent. Vanwege dit voordeel zal de CRA de emittent aan zich willen binden teneinde uit die relatie (in de toekomst nog meer) inkomsten te kunnen verwerven. De nadruk kan dan, al dan niet bewust, meer op klantvriendelijke ratings en klantenbinding komen te liggen en minder op het vervaardigen van kwalitatief goede credit ratings. De derde partij, de beleggers, onderkennen dat er mogelijk sprake is van *hidden information*. Zij weten weliswaar niet of er in een specifiek geval sprake is van het gebruik van verborgen informatie. Beleggers zien echter wel in het algemeen het risico dat emittenten en CRA’s zich als gevolg van de hiervoor omschreven informatieverschillen zullen trachten te bevoordelen. Dat inzicht heeft gevolgen. De onmogelijkheid om onderscheid te maken tussen vermo-

gensvragers die een goede credit rating verdienen en vermogensvragers die een gegeven rating niet verdienen, brengt mee dat beleggers consequent een extra risicocompensatie bovenop de rente vragen (Duffhues, 2006b, p. 119).

5.2 De ex-post relatie emittent – CRA (moral hazard)

Moral hazard heeft betrekking op het gevaar dat de CRA zich, nadat de overeenkomst tot stand is gekomen, ten opzichte van de emittent anders gedraagt bij de uitvoering van de overeenkomst dan in redelijkheid van hem mag worden verwacht. Dit gevaar wordt in de hand gewerkt door het kennis- en informatievoordeel dat de CRA heeft ten opzichte van de emittent met betrekking tot het vervaardigen van credit ratings. Daardoor kunnen de prestaties van de CRA (met het oog op de belangen van de emittent) tekort schieten zonder dat dit waarneembaar of herstelbaar is voor de emittent (Duffhues, 2006b, p. 119). Het gebrek aan openheid over de ratingactiviteiten en ratingmethoden van de CRA naar de markt toe, draagt daaraan bij. Er is een financiële afhankelijkheidsrelatie. De CRA wordt betaald door de emittent (‘subscriber-pay’). Die afhankelijkheid draagt ertoe bij dat downgrades van credit ratings niet tijdig of helemaal niet plaatsvinden.

Zowel *ex ante* als *ex post* is er reden om de onzekerheid te vertalen in een risicopremie door beleggers. De rente zal daardoor hoger zijn. De CRA kan zijn kortetermijnbelang laten prevaleren boven diens langetermijnbelang. De CRA dient om die reden op een of andere manier geprikkeld te worden om kwalitatief goede ratings af te geven.

5.3 De ex-ante relatie beleggers – CRA (adverse selection)

Er is ook sprake van een informatieasymmetrie tussen de CRA en de belegger die formeel geen contract afsluiten, maar wel materieel gebonden zijn. De CRA heeft in deze verhouding *ex ante* een kennisvoorsprong met betrekking tot de beoordeling van kredietwaardigheid van ondernemingen en emissies (Duffhues, 2006b, p. 116). De Commissie van de Europese Gemeenschappen benadrukte in het *Voorstel voor een Verordening inzake ratingbureaus* (2008) dat veel beleggers afhankelijk zijn van CRA’s, omdat zij niet de deskundigheid en middelen (tijd en geld) hebben om zelf de kredietwaardigheid van de emittent of de emissie te bepalen. Met dit kennisvoordeel zal de CRA lagere kosten trachten te realiseren.

5.4 De ex-post relatie beleggers – CRA (moral hazard)

Ook in de *ex-post*-verhouding, nadat een credit rating-overeenkomst tot stand is gekomen, hebben de CRA en de beleggers een belangentegenstelling. Voor de beleggers heeft voortdurende actualisering van de credit rating hoge prioriteit. Dat gaat gepaard met additionele onderzoekskosten voor de CRA. Voor de CRA heeft kostenbesparing

mogelijk prioriteit. Het ‘issuer pay-model’ brengt met zich mee dat de gewenste onafhankelijkheid van de CRA ten opzichte van de belangen van de beleggers ontbreekt. Dit gebrek aan onafhankelijkheid doet het morele risico ontstaan. Het gevaar bestaat dat in het verleden vervaardigde credit ratings niet worden bijgesteld wanneer dat noodzakelijk is voor de actualiteit van de credit rating.

5.5 De relatie tussen emittent en belegger

CRA's ontleen hun bestaansrecht aan de informatieasymmetrie tussen (vreemd- en eigen)vermogensverschaffers enerzijds en (de ondernemingsleiding van) de emittent anderzijds (relatie 3 in figuur 1). Credit ratings hebben als doel het reduceren van deze informatieasymmetrie door de vermogensverschaffers op de hoogte te brengen en te houden van de te verwachten ontwikkelingen. Het streven naar een zo laag mogelijke *cost of capital* door de onderneming is hiermee gediend.

Samenvattend en afsluitend kan worden gesteld dat de CRA's binnen zekere grenzen in staat zijn om zowel naar de emittenten als naar de achterliggende beleggers *ex ante* en *ex post* informatievoordelen te exploiteren met een kortetermijnvalshoek. Op de lange termijn werkt dit echter contraproductief voor alle drie betrokkenen (reputatieschade). De prikkels om kortetermijnbelangen na te jagen in de relatie tussen de emittenten en de CRA's dienen dan ook zo veel mogelijk te worden gecorrigeerd. Aansprakelijkstelling is daarbij een van de mogelijkheden (zie paragraaf 6).

6 Civielrechtelijke aansprakelijkheid van CRA's als algemene probleemoplossing

Uit de voorgaande paragraaf volgt dat de aanwezige informatieasymmetrie in de verhouding tussen de CRA's enerzijds en de emittenten en beleggers anderzijds met zich meebrengt dat CRA's niet zonder meer voldoende worden geprikkeld om kwalitatief hoogwaardige credit ratings te vervaardigen en de ratings tijdig bij te stellen. Op de lange termijn is een goede rating echter in het belang van alle partijen. Het is de vraag hoe CRA's dan meer kunnen worden geprikkeld om adequate credit ratings op te stellen en tijdig een rating te actualiseren. Concurrentie, reputatie en civiele aansprakelijkheid kunnen volgens sommigen aan CRA's dergelijke (aanvullende) prikkels geven. Hierna bespreken wij deze sturingsmogelijkheden.

Meer concurrentie

De drie grote CRA's – S&P's, Moody's en Fitch – ondervinden zeer weinig concurrentie van andere CRA's. Onderling lijkt wel enige concurrentie te bestaan. Uit empirisch onderzoek is namelijk gebleken dat Fitch gemiddeld structureel hogere credit ratings verstrekt(e)

dan zijn concurrenten die groter zijn en langer op de ratingmarkt actief zijn (Coffee, 2006, p. 300). Dat onderzoeksresultaat is te verklaren vanuit de gedachte dat emittenten een voordeel moet worden geboden om hen te bewegen te gaan ‘shoppen’ onder CRA's. Dat voordeel kan bijvoorbeeld een prijsvoordeel of een aantrekkelijker credit rating zijn (Coffee, 2006, p. 300). Ondanks de sterke positie van S&P's en Moody's zullen de ratings van deze CRA's mogelijk ook hoger uitvallen. Becker en Milbourn verwoorden deze ontwikkeling treffend: ‘competition is associated with friendlier ratings’ (Becker en Milbourn, 2009, p. 27). Derhalve is verhoging van de concurrentie in deze sector geen geschikte prikkel voor CRA's om kwalitatief hoogwaardige credit ratings te verkrijgen.

Reputatieschade

Verscheidene auteurs zien in de mogelijkheid van reputatieschade van CRA's wel een geschikte prikkel. De angst voor reputatieschade zou ervoor moeten zorgen dat CRA's zich voldoende inspannen om kwalitatief goede ratings op te stellen (Langbein, 2007, p. 18 en 28). Ofschoon reputatie-effecten zeker een rol zullen spelen voor CRA's en zij om deze reden ook wel ratings zullen bijstellen, leert de praktijk dat reputatie niet voldoende prikkels geeft en dat aanvullende prikkels gewenst, althans zeker niet overbodig, zijn. De reputatieschade die per saldo is ontstaan voor CRA's is relatief gering geweest, gezien het nog steeds aanwezige vertrouwen van de markt.

Civiele aansprakelijkstelling

De conclusie van de vorige twee alinea's is dat het verhogen van de mededinging en de mogelijkheid van reputatieschade de CRA's niet altijd voldoende zullen stimuleren om de belangen van emittenten en beleggers centraal te stellen. Civielrechtelijke aansprakelijkheid kan aanvullende (en waarschijnlijk sterkere) prikkels geven aan CRA's om zich in te spannen kwalitatief goede ratings op te stellen. Indien men handelt in strijd met het civiele aansprakelijkheidsrecht, dient de aansprakelijke persoon schadevergoeding te betalen. Dit vooruitzicht levert preventieve effecten op (Lindenbergh, 2008, p. 6). Civiele aansprakelijkheid en het moeten vergoeden van veroorzaakte schade vormen kosten voor een CRA (Weterings, 2007, pp. 224-225). Dit leidt ertoe dat de externe effecten worden geïnternaliseerd (Carney, 1999, p. 665).

7 Aansprakelijkheid van CRA's; grondslagen

Civiele aansprakelijkheid van CRA's jegens emittenten en beleggers zou in Nederland gebaseerd kunnen worden op een toerekenbare tekortkoming (‘wanprestatie’) of een onrechtmatige daad. Daarbij dient de vergelijking met de aansprakelijkheid van accountants en notarissen, die eveneens niet alleen over de belangen van hun contractuele

wederpartij maar ook over de belangen van derden dienen te waken, zich aan.

In andere landen en rechtsstelsels is de eventuele aansprakelijkheid van CRA's ook terug te voeren op een contractuele of delictuele (buitencontractuele) grondslag. Zo zou/zal in Engeland en de Verenigde Staten, waar claims tegen CRA's met name aan de orde kunnen komen, de eventuele aansprakelijkheid van CRA's eveneens worden gegrond op een wanprestatie en/of onrechtmatige daad. De criteria, en de invulling en beoordeling daarvan, zijn daarbij (in grote mate) vergelijkbaar (vergelijk Van den Akker 2001, p. 21 e.v., 52 e.v. en 127 e.v.; Van Dam 2000, p. 268 e.v. en 421 e.v.; Stolker 1995, p. 15 e.v.). Wij lopen deze grondslagen in het kort door.

7.1 Wanprestatie

Bij een *solicited rating* is de basis van de verhouding tussen de CRA en de emittent een overeenkomst van opdracht als bedoeld in art. 7:400 (BW) Burgerlijk Wetboek (Bertrams 1998, p. 357 en De Savornin Lohman en Van 't Westeinde 2006, p. 223). De overeenkomst omvat hier de opdracht van de emittent (of de belegger bij een *unsolicited rating*) aan de CRA om een credit rating op te stellen. Als een CRA toerekenbaar tekortschiet in de nakoming van zijn contractuele verbintenis om een rating op te stellen (een wanprestatie levert), dan is hij op grond van art. 6:74 BW in beginsel verplicht de schade te vergoeden die de emittent ten gevolge daarvan lijdt.

Voor de vraag of een CRA toerekenbaar is tekort geschoten bij het opstellen van een credit rating, is de zorgplicht van artikel 7:401 BW relevant. Een goed opdrachtnemer dient te handelen zoals een redelijk handelend en redelijk bekwaam vakgenoot zou hebben gedaan. In Engeland en de Verenigde Staten wordt door de rechter ook de maatstaf van 'the reasonable professional' (Stolker 1995, p. 16) gehanteerd. Hetzelfde geldt voor andere landen (Van Dam 2000, p. 268-271). Daarbij is van belang dat de CRA bij uitstek deskundig is met betrekking tot het vervaardigen van credit ratings, terwijl de emittent geen deskundigheid ter zake bezit en tegelijkertijd een groot belang heeft bij een kwalitatief goede rating.

7.2 Onrechtmatige daad

Als een belegger (bij een *solicited rating*) of een onderneming met een *unsolicited rating* schade lijdt door een 'gebrekkige' credit rating, kan men niet teruggrijpen op een overeenkomst met de CRA. Aangezien een contractuele relatie ontbreekt, zal er sprake moeten zijn van een toerekenbare onrechtmatige daad in de zin van artikel 6:162 BW, wil een CRA aansprakelijk zijn jegens een belegger of een emittent. De vraag of een CRA heeft gehandeld in strijd met de betamelijkheids- of zorgvuldigheidsnorm van

artikel 6:162 BW, is in feite dezelfde vraag als bij de contractuele grondslag. De algemene zorgvuldigheidsnorm van artikel 6:162 BW is in de rechtspraak en literatuur met betrekking tot beroepen en diensten nader geconcretiseerd: een beroepsbeoefenaar of dienstverlener dient te handelen als een redelijk bekwame en redelijk handelende beroepsgenoot (Van Zeven en Van der Heijden 1998, p. 335). Ook in andere landen wordt bij de beoordeling van de *duty of care* als vergelijkingstype de kennis en kunde van een redelijk bekwaam en redelijk handelend dienstverlener genomen (Van Dam 2000, p. 268-270).

Ook hier geldt dat hoe deskundiger de dienstverlener is, des te hogere eisen men mag stellen aan de kwaliteit van diens verrichtingen. Wat betreft de maatstaf van vereiste zorgvuldigheid die aan het handelen van de dienstverlener moet worden gesteld, maakt het derhalve niet uit of men zijn vordering baseert op wanprestatie of op onrechtmatige daad (Huijgen, 1999, aant. 7). Een CRA zal wel jegens zijn opdrachtgever (emittent bij *solicited rating*; belegger bij *unsolicited rating*) eerder aansprakelijk zijn dan jegens derden, zoals beleggers, tot wie een CRA niet in een contractuele verhouding staat. Een derde staat immers verder af van de ratingactiviteiten van een CRA.

8 Beoordelingsvrijheid van CRA's

Bij de aansprakelijkheid van CRA's en de invulling van de op hen rustende zorgvuldigheidsnorm zal onvermijdelijk meespelen dat een credit rating naast een objectieve, feitelijke beoordeling, ook een subjectieve waardering door de CRA behelst. Een rating is geen zekerheid of absoluut gegeven, maar veeleer een beredeneerde toekomstverwachting. Bertrams stelt terecht dat het opstellen van een credit rating niet een rigide, mechanisch proces is, waarbij vastomlijnde criteria met een vast soortelijk gewicht, ratio's, modellen en statistieken worden ingevoerd en waaruit vervolgens een bepaalde rating volgt (Bertrams, 1998, pp. 355-356). Aan CRA's moet daarom een zekere beoordelingsvrijheid worden gegund. Het opiniërende karakter heeft een matigende werking op de aansprakelijkheid van CRA's (Bertrams, 1998, p. 356). Het brengt mee dat er minder snel sprake is van onzorgvuldig handelen. Het feit dat de toekomstverwachting van de CRA uiteindelijk niet uitkomt, maakt de credit rating nog niet gebrekkig en het handelen van een CRA onzorgvuldig. Een veelheid aan onzekere factoren beïnvloedt immers de kredietwaardigheid van de emittent en deze zijn ook voor een professionele partij als een CRA niet (altijd en/of in volle omvang) te voorzien. Anderzijds mag van een credit rating wel een redelijke mate van betrouwbaarheid worden verwacht (Bertrams, 1998, p. 356). De grens van de beoordelingsvrijheid wordt overschreden wanneer, gezien door de bril van de maatman ('de redelijk bekwame en redelijk handelende

vakgenoot'), de CRA objectief gezien in redelijkheid niet tot de betreffende rating had kunnen komen. Slechts bij het tekortschieten ten opzichte van de redelijk handelende en redelijk bekwame vakgenoot in gelijke omstandigheden kan de CRA een verwijt worden gemaakt. Daarbij speelt ook de voornoemde beoordelingsvrijheid van de CRA een rol. Dat wil zeggen dat een CRA binnen een bepaalde bandbreedte (gezien de term redelijkheid) tot verschillende keuzes zou kunnen komen, die alle de objectieve toets van de redelijke maatman kunnen doorstaan. Voor aansprakelijkheid is pas plaats indien buiten deze bandbreedte wordt getreden.² Er is deswege sprake van een terughoudende toetsing door de rechter (en de door de rechter ingeschakelde deskundige). Het gaat er niet om of achteraf een andere beoordeling beter was geweest, maar of de CRA in redelijkheid tot de betreffende rating heeft kunnen komen.

Dat tekortschieten ten opzichte van de maatman is in ieder geval aan de orde als komt vast te staan dat de CRA toerekenbaar een evident verkeerde credit rating heeft vervaardigd, die sterk afwijkt van de rating waartoe men had moeten komen. Aansprakelijkheid van een CRA moet ons inziens dan ook worden aangenomen wanneer hij onjuiste feiten heeft gebruikt en hij van deze onjuistheid op de hoogte was of had moeten zijn. Ook zou men tot aansprakelijkheid kunnen concluderen wanneer de CRA niet de vereiste objectiviteit en neutraliteit heeft betracht bij het opstellen van de rating (Bertrams, 1998, p. 357). Daarnaast kan aansprakelijkheid van een CRA worden aangenomen wanneer duidelijk is dat de CRA bij de vervaardiging van de rating op onvoldoende deskundige en zorgvuldige wijze te werk is gegaan.

Tot op heden worden in de Verenigde Staten ons inziens te veel claims jegens CRA's afgehouden met een beroep op de vrijheid van meningsuiting (Coskun, 2008, p. 612). Weliswaar heeft de rating een opiniërend element, maar het bevat ook een objectieve, feitelijke beoordeling van de aanwezige informatie. Daar vindt de beoordelingsvrijheid een begrenzing. In voorkomende gevallen kan er wel degelijk aanleiding zijn om aansprakelijkheid aan te nemen. Vanuit het perspectief van de prikkelwerking van civiele aansprakelijkheid zou dat ook mogelijk moeten kunnen zijn en dient immuniteit van CRA's voor aansprakelijkheid te worden afgewezen.

9 Onderzoeksplicht CRA's met betrekking tot verkregen informatie

Van een CRA mag als deskundige op het gebied van kredietwaardigheidsbeoordelingen worden verwacht dat deze pas een credit rating afgeeft indien met redelijke zekerheid mag worden aangenomen dat de informatie waarover hij beschikt juist is en dat hij tevens over alle,

althans voldoende, relevante informatie beschikt teneinde een goede rating te kunnen geven.³ Een CRA is bij de informatieverstrekking tot op zekere hoogte afhankelijk van andere partijen en heeft geen bevoegdheid om alle informatie aangeleverd te krijgen, hetgeen een terughoudende rechterlijke toetsing zal meebrengen. Anderzijds ontheft dit de CRA ons inziens echter niet van de plicht om de verstrekte informatie aan een nader onderzoek te onderwerpen. De CRA's menen echter dat zij slechts een 'doorgeefluik' zijn van informatie.⁴ Daarom zouden zij geen verantwoordelijkheid dragen voor de juistheid en volledigheid van de gegevens (Bakkerus, 2000, p. 65). Hierbij passen enige kritische kanttekeningen. In de eerste plaats zullen CRA's niet op de juistheid en volledigheid van gegevens mogen afgaan indien deze gegevens niet stroken met andere, hun bekende feiten.⁵ Tevens mag de CRA geen credit rating afgeven wanneer deze van de onjuistheid en/of onvolledigheid van de informatie op de hoogte behoort te zijn (Bakkerus, 2000, p. 64). In de tweede plaats zijn CRA's meer dan slechts een doorgeefluik. De CRA's menen dat credit ratings onafhankelijke oordelen zijn met betrekking tot de kredietwaardigheid (van de effecten) van een onderneming (Coskun, 2008, pp. 612-613). Die gestelde onafhankelijkheid van hun oordelen strookt niet met de gedachte dat CRA's slechts informatie doorgeven. De informatie van en over een onderneming heeft belangrijke invloed op het uiteindelijke kredietwaardigheidsoordeel. Dit gegeven brengt dan ook met zich mee dat een CRA juist gehouden is om de aan hem verstrekte gegevens grondig en zorgvuldig te beoordelen en te controleren. Het is ook niet onredelijk om een dergelijke grondigheid van CRA's te eisen en een onderzoeksplicht op CRA's te leggen. CRA's kunnen, gezien het belang van de emittent bij een rating van de emittent, verlangen dat zij ex-ante (voor of bij het aangaan van de overeenkomst) additioneel onderzoek mogen verrichten teneinde de kwaliteit van hun credit ratings te bevorderen. Ex-post kunnen CRA's een 'credit watch procedure' in gang zetten.⁶

Onafhankelijkheid en objectiviteit

Zowel onafhankelijkheid als objectiviteit is van groot belang met het oog op de kwaliteit van credit ratings. In beginsel leidt een hogere mate van afhankelijkheid tot (een grotere kans op) verminderde objectiviteit. Het huidige beloningsmodel zorgt voor afhankelijkheid van de CRA van de emittent bij een gevraagde rating. De onderzoeksplicht van een CRA is daarom ruimer dan in het geval een dergelijke afhankelijkheidsrelatie afwezig is/zou zijn. Ook zal de gehoudenheid van de CRA om ex ante of ex post nader onderzoek te verrichten naar de financiële positie van de emittent, eerder aanwezig worden geacht.

Overigens kunnen meer transparantie en interne kwaliteitsmaatstaven de kwaliteit van de ratingactiviteiten, de onafhankelijkheid van CRA's en het vertrouwen in CRA's vergroten. Binnen het accountantsberoep is dat ook van groot belang. Bovendien zal meer aandacht voor kwaliteit door CRA's meebrengen dat er minder snel sprake van aansprakelijkheid zal (kunnen) zijn.

10 Conclusies

Het ontstaan van financiële schandalen, zoals de Enron-affaire en de huidige financiële crisis, zijn aanleidingen om de rol van de CRA's bij het toekennen van credit rating kritisch te overdenken.

Wij formuleren vier conclusies:

- Moeilijk op te heffen informatieasymmetrie is de basis voor de klachten over CRA's. Dat CRA's in een aantal gevallen gebrekkig hebben gefunctioneerd, staat vast. Dit lijkt rechtstreeks samen te hangen met structurele imperfecties op de financiële markten. Deze vinden hun bron in de hiervoor beschreven informatieasymmetrie tussen de CRA's en de emittenten enerzijds en tussen de CRA's en de beleggers anderzijds. Deze informatieasymmetrie is in dit artikel geduid als het duale asymmetrieprobleem. CRA's ondervinden te weinig prikkels om hun werk – het produceren van kwalitatief hoogwaardige credit ratings – altijd goed te doen. Als gevolg daarvan lijden emittenten en beleggers – op korte of lange termijn – onder omstandigheden mogelijk grote schade.
- CRA's moeten net als emittenten en beleggers werken onder onzekere verhoudingen. Wanneer men beseft dat alle drie betrokken marktpartijen – de emittent, de CRA en de beleggers – altijd onder onzekere verhoudingen handelen, mag de verwondering over de in een aantal gevallen opgetreden zwakke prestaties van de CRA's echter niet zonder meer worden gekwalificeerd als verwijtbaar. Voor een volstrekt eerlijke beoordeling is een objectieve analyse vereist die niet beschikbaar is. Ook de financieringstheorie beschikt niet over een compleet evaluatiemodel met betrekking tot CRA's met integratie van informatieasymmetrie. Daarmee kan in de eerste plaats worden geconcludeerd dat er weliswaar veel kritisch getinte vraagtekens kunnen worden geplaatst bij het feitelijke gedrag van CRA's, maar bewijsvoering dat deze bureaus op grote schaal verwijtbaar hebben gefaald, ontbreekt. Boot (2008) schrijft dan ook over CRA's als een 'mixed blessing'.
- De derde conclusie betreft de vraag wat dan wel het alternatief voor CRA's zou kunnen of moeten zijn. Het risico van belangenverstrengeling is mede door de opkomst van nieuwe financiële producten als CDO's sterk toegenomen (vgl. Boot, 2006, en Beetsma, 2008). Beetsma gaat zover dat hij pleit voor het oprichten van een publieke instelling die ratings zou moeten afgeven en waardoor private bureaus vanzelf zouden verdwijnen. Dit gaat ons inziens te ver omdat een andere belangenverstrengeling kan ontstaan, namelijk met de politiek. De vraag is of de opkomst van de *credit default swap*-markt (CDS-markt) waar kredietwaardigheid kan worden verzekerd door de collectiviteit van marktpartijen in vraag en aanbod, gevolgen heeft c.q. moet hebben voor het voortbestaan van CRA's (Gibson, 2007). Wanneer deze betrekkelijk nieuwe markt sneller en betrouwbaarder kan oordelen over kredietwaardigheid, is de afhankelijkheid van marktpartijen van de CRA's niet langer een vanzelfsprekendheid. Hun rol lijkt dan uitgespeeld. De dagelijkse notering van de premie voor een dergelijke verzekering is zeker informatiever dan een altijd vertraagde wijziging in een af te geven rating door een mogelijk niet-integer ratingbureau, zoals reeds is gebleken tijdens de recente Griekenlandcrisis. De CDS-markt is een publieke markt waar iedere geïnteresseerde partij snel wordt geïnformeerd over de kwaliteit van de kredietwaardigheid van debiteuren. Zeer ten voordele van deze markt is het gegeven dat niet een tiental individuele medewerkers van een ratingbureau maar de collectiviteit van verzekeringaanbieders en -vragers bepalen welke premie fair is: een echte markt dus.
- Onze vierde conclusie betreft de wenselijkheid van het invoeren van een effectieve civielrechtelijke aansprakelijkheid. Deze zal, in tegenstelling tot de incentives concurrentie en reputatie, naar verwachting meer bijdragen aan het gewenste optimale gedrag van CRA's. ■

Mr. K. Donkers is werkzaam bij Schaap & Partners, advocaten en notarissen.

Prof. dr. P.J.W. Duffhues is emeritus-hoogleraar

Ondernemingsfinanciering, Universiteit van Tilburg.

Mr. dr. W.C.T. Weterings is advocaat bij Dirkwager Advocaten & Notarissen N.V., sectie Aansprakelijkheid, Schade en Verzekering, universitair docent Universiteit van Tilburg, Vakgroep Business Law, en gastprofessor Universiteit van Antwerpen, vakgroep Burgerlijk Recht.

Literatuur

- Akker, E.J.A.M. van den (2001), *Beroepsaansprakelijkheid ten opzichte van derden; een rechtsvergelijkend onderzoek naar de zorgplichten van accountants, advocaten en notarissen ten opzichte van anderen dan hun opdrachtgever*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers.
- Bakkerus, S.O.H. (2000), *Bancaire aansprakelijkheid*, Serie Onderneming en Recht, deel 19, W.E.J. Tjeenk Willink.
- Bannier, C.E., P. Behr en A. Güttler (2010), Rating opaque borrowers: why are unsolicited ratings lower?, *Review of Finance*, vol. 14, pp. 263-294.
- Becker, B. en T. Milbourn (2009), Reputation and competition: evidence from the credit rating industry, *Harvard Business School Finance Working Paper No. 09-051*, 21 juni 2009; zie: <http://ssrn.com/abstract=1278150>.
- Beetsma, R. (2008), Maak beoordeling van kredietwaardigheid een publieke taak, *Jaarboek Koninklijke Vereniging voor de Staaathuishoudkunde 2008/2009*, SDU uitgevers.
- Bertrams, R.I.V.F. (1998), Rating agencies en hun aansprakelijkheid, *Onderneming en Effecten*, Serie Onderneming en Recht, Deel 13.
- Boot, A.W.A. (2006), De toegevoegde waarde van credit ratings, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 80, no. 3, pp. 108-117.
- Boot, A.W.A., T. Milbourn en A. Schmeits (2006), Credit ratings as coordination mechanisms, *The Review of Financial Studies*, vol. 19, no. 1, Spring, pp. 81-118.
- Boot, A.W.A. (2008), Credit ratingbureaus en de stabiliteit van de financiële sector, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 82, no. 5, pp. 227-234.
- Bos, A. de. W.J. Slagter (2008), *Financieel recht vanuit economisch en juridisch perspectief*, Deventer: Kluwer.
- Byoun, S. en Y.S. Shin, (2002), Unsolicited credit ratings: Theory and empirical analysis, Working Paper; zie: <http://ssrn.com/abstract=354125>.
- Carney, W.J. (1999), *Limited liability*, Emory University School of Law, Atlanta.
- Coffee, J.C. (2006), *Gatekeepers, the professions and corporate governance*, Oxford University Press.
- Committee of European Securities Regulators (CESR) (2008), Consultation paper: *The role of credit rating agencies in structured finance*, zie: http://www.cesr-eu.org/index.php?page=consultation_details&id=108.
- Commissie van de Europese Gemeenschappen (2008), *Voorstel voor een Verordening inzake ratingbureaus*; zie: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm.
- Coskun, D. (2008), Toezicht op Credit Rating Agencies. De rol van CRA's bij financieringsbeslissingen, *Tijdschrift Ondernemingsrecht*, aflevering 17, pp. 612-613.
- Dam, C.C. van, *Aansprakelijkheidsrecht. Een grensoverschrijdend handboek*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2000.
- Duffhues, P.J.W. (redactie) (2006a), *Financiering, belegging en verzekering. Convergentie van financiële markten*, Deventer: Kluwer.
- Duffhues, P.J.W. (2006b), *Ondernemingsfinanciering en vermogensmarkten (Waardeschepping door financierings-, dividend- en riskmanagementbeslissingen)*, derde druk, Stenfert Kroese.
- Frost, C.A. (2006), Credit rating agencies in capital markets: a review of research evidence on selected criticisms of the agencies. *Working paper*; zie: <http://ssrn.com/abstract=904077>.
- Gan, Y. (2004), Why do firms pay for bond ratings when they can get them for free?, *working paper*, The Wharton School, University of Pennsylvania.
- Gibson, M.S. (2007), Credit derivatives and risk management, *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, Fourth Quarter, pp. 25-41.
- Huijgen, W.G. (1999), Beroeps- en dienstenaansprakelijkheid, *Losbladige Onrechtmatige Daad VI*, aantekening 7 en 8.
- Janssen, K.J.O. (2009), afdeling 1 Artikel 163, *Losbladige Onrechtmatige Daad I*, aantekening 1.
- Langbein, S. (2007), *Credit Rating Agencies and financial stability*, University of Miami Law School.
- Lindenbergh, S.D. (2008), Schadevergoeding: algemeen, *Monografieën BW*, deel 1, nr. B34, Kluwer.
- Partnoy, F. (2006), How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers, *working paper*; zie: <http://ssrn.com/abstract=900257>.
- Savornin Lohman, H.A. de, en M.G. van 't Westeinde (2006), Control and liability of credit rating agencies under Netherlands law, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, september, nummer 9, pp. 218-229.
- SEC (U.S. Securities and Exchange Commission), (2003), *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*; zie: www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency.htm.
- Stolker, C.J.J.M. (1995), Aansprakelijkheid voor beroepsfouten – van droomcarrière naar nachtmerrie, *Ars Aequi*, 1995, pp. 13-25.
- Weterings, W.C.T. (redactie) (2007), *De economische analyse van het recht: Rechtseconomische Beschouwingen*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers.
- Zeben, C.J. van, en P.F. van der Heijden (1998), *Compendium bijzondere overeenkomsten*, Deventer: Kluwer, negende druk.

Noten

1 Heineken emitteerde een obligatielening zonder credit ratings van S&P's, Moody's en Fitch. Mits de belegger wordt gecompenseerd voor de afwezigheid van een credit rating heeft de onderneming ook toegang tot de financiële markt. Zie <http://www.fd.nl/artikel/11293610/update-heineken-prijs-obligatie-eur1-mrd-swaps-4-50>.

2 Vergelijk de conclusie van AG Rank-Berenschot voor HR 8 mei 2009, LJN: BH1191, 08/01359.

3 Vergelijk HR 10 december 1993, NJ 1994, 667 (Van Ittersum/Rabobank), HR 4 februari 1977, NJ 1978, 278 (HR Gerritsen/De Zwaan). Ook kan de analogie worden gemaakt met de over-

wegingen in HR 27 november 2009, RvdW 2009, 1403 (Worldonline).

4 Illustratief is de verklaring van Ronald Barone, bestuurder van S&P's, die stelde dat: 'Standard & Poor's relies on the issuer and its counsel, accountants, and other experts for the accuracy and completeness of the information submitted in connection with the rating process.' Testimony of Ronald M. Barone Managing Director, Standard & Poor's before the Committee on Governmental Affairs United States Senate, 20 maart 2002, pp. 8-9.

5 Vergelijk HR 2 december 1994, NJ 1995, 246

(HR ABN Amro Bank/Coopag).

6 Wanneer wegens verandering in bedrijfsomstandigheden de credit rating mogelijk niet meer actueel is, wordt door de CRA hiernaar nader onderzoek verricht. Vaak is een bijstelling naar boven ('upgrade') of naar beneden ('downgrade') het gevolg. Dit onderzoek noemt men de *credit watch procedure*. Bij S&P's spreekt men van een 'CreditWatch', bij Moody's van een 'Watchlist' en bij Fitch van een 'RatingAlert'.