

# FINANCIËLE VRIJBRIEVEN TE KOOP

TEKST: DENIZ COSKUN  
(KENNEDY VAN DER LAAN ADVOCATEN)

**Credit rating agencies moeten aangepakt worden. Hun vrije meningsuiting bleek vaak misleidend door gebrekkig onderzoek en belangenverstrengeling.**

**H**et aansprakelijk stellen van credit rating agencies (cra's) is geen makkelijke kwestie. Alle juridische acties tegen cra's over het afgeven van onjuiste ratings voor bedrijfsobligaties zijn gestrand op de vrijheid van meningsuiting en de persvrijheid. Dat kan in de huidige crisis wel eens anders uitvallen. Vaststaat dat de rol van cra's in de huidige crisis meer omstreden is dan tijdens de voorgaande crises.

## VAN GEEN KWAAD BEWUST

Tijdens de boekhoudschandalen, zoals de Enron-affaire, was het belangrijkste verwijt aan cra's dat ze betaald werden door Enron om (goede) ratings af te geven en dat ze ook nog eens onjuiste ratings afgaven, bijvoorbeeld door Enron een goede rating te geven tot vier dagen voor zijn faillissement. In het geval van Enron gaven cra's zowel een beoordeling van de kredietwaardigheid van Enron als van diens louche, buiten de balans gehouden vehikels. De cra's plaatsten geen vraagtekens waar ze dat hadden moeten doen, terwijl zij één op één overleg voerden met het management van Enron. Van belang was bovendien dat tijdens de boekhoudschandalen alle toezichthouders – van analisten, accountants en bestuurders tot aan overheidsinstanties – het boetekleed aantrokken, behalve de cra's.

De facto vervullen cra's de rol van private toezichthouders op de financiële markten omdat ze met hun ratings uitmaken welke ondernemingen toegang krijgen tot de financiële markten en tegen welke voorwaarden. Een rating geeft een oordeel over de toekomstige kredietwaardigheid van een onderneming.

Cra's stellen dat ze alleen oordelen afgeven over risico's van wanbetaling en faillissement van een bepaalde onderneming of de effecten daarvan. Zij zeggen uitdrukkelijk geen investeringsadvies te geven en ook geen oordeel over liquiditeitsrisico's. Zij vinden dat het niet hun taak is om due diligence uit te voeren en dat ze wat betreft de input van feiten afhankelijk zijn van de due diligence door accountants en van de informatie die door het management van de te beoordelen onderneming wordt verschaft.

In financiële wet- en regelgeving wordt verwezen naar de ratings van cra's, in het bijzonder de rating 'investment grade', als drempel voor de effecten die institutionele beleggers en financiële instellingen mogen bezitten. Cra's verkopen daarmee in feite licenties voor toezichthoudende wet- en regelgeving.

Ook bij de particuliere belegger spelen de ratings van cra's een belangrijke informatieve en mobiliserende rol. Ratings worden afgegeven met de mededeling dat ze accuraat en betrouwbaar zijn. Een (tegen betaling) verkregen goede credit rating geeft ondernemingen toegang tot de kapitaalmarkten. De ratings kunnen in dit verband worden uitgelegd als financiële vrijbrieven.

## GEEN DOORTASTEND ONDERZOEK

Tijdens de huidige crisis worden de cra's weer dezelfde verwijten gemaakt. Ook nu hebben zij geen doortastend onderzoek verricht naar de details van de te beoordelen gestructureerde effectentransacties. Die transacties kregen (nagenoeg) allemaal een rating variërend van investment grade tot triple-A. Effecten met een triple-A-rating werden vanaf medio 2007 massaal naar beneden bijgesteld. Ook nu hebben de cra's de transacties verkeerd ingeschat. Daarnaast

waren ze, volgens rapporten van Europese en Amerikaanse toezichthouders, in termen van personeel en organisatie onvoldoende uitgerust om gestructureerde effectentransacties deugdelijk te beoordelen.

Bovendien verleenden cra's adviesdiensten en maakten daarmee ratingarbitrage mogelijk. Deze adviesdiensten hielden in dat cra's een bepaald scenario kregen voorgespiegeld met de vraag wat de rating zou zijn voor dat scenario, zogenoemde schaduwratings. Aan de hand van het advies van de cra's kon worden bepaald wat het effect zou zijn van een bepaalde beslissing, maar ook op welke wijze een transactie moest worden aangepast om een gewenste rating te verkrijgen.

Ook werden ratings, bijvoorbeeld vanwege voorbehouden van cra's, ingebakken in de te beoordelen gestructureerde effectentransacties. Een rating, afgegeven voor een deel van de transactie of voor een van de contractpartijen, zou daardoor (wederzijds versterkende) gevolgen hebben voor de ratings van de overige delen van de transactie. Wanneer een van de contractpartijen of gedeelten van de transactie in rating zou dalen, zou dat gevolgen hebben voor de rating van de overige gedeelten van de gestructureerde transactie.

De cra's werden intensief betrokken bij de totstandkoming van gestructureerde effectentransacties, met als gevolg dat de ratings een centrale rol speelden in die transacties en dat de informele criteria van de cra's om die transacties te beoordelen bekend waren bij de initiatiefnemers van de transactie. Een 'dialogue-driven approach', zoals dit ook wel door de cra's wordt genoemd. Deze aanpak stelde de contractpartijen in staat om de details van een transactie bij