

# Rating agencies: inhoud, reglementering en aansprakelijkheid

*Tim Bruyninckx*

## 1. INLEIDING

In deze paper wordt nagegaan of een *rating agency*, een consultant die peilt naar de kredietwaardigheid van een onderneming, aansprakelijk kan worden gesteld. Eerst en vooral wordt enige toelichting gegeven bij de voor deze paper relevante begrippen. Ook de toepasselijke reglementering, zo die er al is, wordt besproken. Daarna komt de aansprakelijkheid van *rating agencies* als dusdanig aan bod: vooreerst wordt in deze nagegaan wat de opdrachtgever van een dergelijke rating kan doen indien achteraf blijkt dat de ratingresultaten foutief zijn, ten tweede komen de opties aan bod in geval van een negatieve bijstelling van het ratingresultaat en ten derde wordt gekeken naar de mogelijkheden in hoofde van derden die n.a.v. foute ratingresultaten schade hebben geleden. Ten slotte wordt nog kort een blik geworpen op de recente initiatieven vanwege het Europees Parlement en de Europese Commissie.

De activiteit van *credit ratings* is een bijna uitsluitend Amerikaanse aangelegenheid. Uitzondering hierop is het *rating agency Fitch* van wie het hoofdkantoor zich zowel in Londen als in New York situeert. *Moody's* en *Standard & Poor's*, beiden volledig Amerikaanse *rating agencies*, bezitten samen 80% van de markt<sup>1</sup>. Hierna zal voor wat betreft de aansprakelijkheid van *rating agencies* uitgegaan worden van het recht van de Verenigde Staten<sup>2</sup>.

## 2. BEGRIPPEN

### 2.1. ALGEMEEN

Een credit rating kan omschreven worden als een financiële analyse uitgevoerd door een gespecialiseerd *rating agency* waarbij zowel de actuele gegevens als de gegevens uit het verleden met betrekking tot de financiële toestand van de onderzochte entiteit in kaart worden gebracht en geanalyseerd, eventueel gecontrasteerd met sector- of marktgebonden corroboratiegegevens. Op die

---

<sup>1</sup> Fitzpatrick Introduces New Legislation to Promote Competition in Credit Rating Industry, House Committee on financial services, [www.financialservices.house.gov](http://www.financialservices.house.gov).

<sup>2</sup> Voor wat betreft Belgische regels dienaangaande, zie: E. Kruihof en E. Wymeersch, "Regulation and Liability of Credit Rating Agencies under Belgian Law", *Ghent University Financial Law Institute Working Paper No. 2006-05*, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

manier vormt het *rating agency* zich een mening over de mogelijkheid en waarschijnlijkheid dat de onderzochte entiteit aan haar aangegane schulden kan voldoen.

## 2.2. SOORTEN RATINGS

Wat betreft de verschillende soorten van credit ratings dient een basisonderscheid te worden gemaakt tussen enerzijds de *issuer credit ratings* en anderzijds de *issue credit ratings* oftewel de *debt ratings*.

De *issuer credit rating* strekt ertoe het globale vermogen in hoofde van een onderneming tot terugbetaling van schulden te analyseren en is dus niet gericht op een welbepaalde transactie. Onder de noemer van *issuer credit ratings* kunnen volgende ratings worden ondergebracht: *counterparty ratings*<sup>3</sup>, *corporate credit ratings*<sup>4</sup> en *sovereign credit ratings*<sup>5</sup>.

De *issue credit rating* of *debt rating* is als het ware een toegepaste opinie met betrekking tot de huidige kredietwaardigheid in het kader van een welbepaalde financiële transactie of verbintenis.

## 2.3. ZINSNEDE “NOT SUPPORTED BY THIRD PARTY CREDIT ENHANCEMENT”

### 2.3.1. Algemeen

*Rating agencies* bedienen zich bij de rapportering van ratingresultaten vaak van de zinsnede “*not supported by third party credit enhancement*”. Deze formule vindt haar oorsprong in de praktijk van de kredietverlening waarbij vaak overeenkomsten inzake *credit enhancement* worden afgesloten.

In het hedendaagse handelsverkeer is het gebruik van overeenkomsten tussen (verbonden) ondernemingen die het risico verbonden aan kredietverlening in hoofde van derden beperken, gemeen goed geworden. Overeenkomsten inzake *credit enhancement* bevatten bepalingen die het kredietrisico beperken door het verlenen van een zekerheid, een verzekering of een andere verbintenis die de terugbetaling verzekert aan de kredietverlener indien de kredietnemer hiertoe niet meer in staat is. Ze strekken er dus toe de kredietgever meer zekerheid tot terugbetaling te bieden. Hoewel dergelijke overeenkomsten het kredietrisico beperken, dient deze praktijk van *credit enhancement* toch kritisch te worden benaderd in het kader van *credit ratings*.

Voor sommige ratings wordt uitgegaan van een situatie waarbij de kredietwaardigheid van een onderneming niet wordt ondersteund door dergelijke verbintenissen in hoofde van derden. In deze moet een onderscheid

<sup>3</sup> Een dergelijke rating wordt voornamelijk uitgevoerd op vraag van financiële instellingen die alvorens kredieten te verstrekken de kredietwaardigheid van de tegenpartij wensen te kennen.

<sup>4</sup> Hierbij wordt op verzoek van een onderneming haar kredietwaardigheid onderzocht.

<sup>5</sup> Deze rating strekt ertoe een analyse door te voeren van de risico's die verbonden zijn aan het investeren in een bepaald land.

gemaakt worden tussen enerzijds de *issue credit ratings* en de *issuer credit ratings*.

### 2.3.2. Issuer credit ratings

Zoals gezegd heeft deze praktijk van *credit enhancement* een risicobeperkende werking op het stuk van kredietverlening ten voordele van de kredietgever. Toch mogen *rating agencies* zich, in geval van een *issuer credit rating*, door het bestaan hiervan niet laten verleiden tot het toekennen van een positieve rating louter op basis van het feit van het bestaan van een dergelijke overeenkomst. Hiervoor kunnen twee argumenten worden aangehaald: het eerste ontspringt aan de aard van de overeenkomst, het tweede wordt ontleend aan de *IOSCO code of conduct*.

Ten eerste heeft een dergelijk *credit enhancement* geen invloed op het vermogen van de kredietnemer zelf om een schuld terug te betalen. De rating heeft specifiek tot doel te achterhalen welke basis de kredietnemende onderneming kan bieden om (potentiële) schuldeisers tegemoet te komen. Indien een *rating agency* zich laat leiden door een dergelijke overeenkomst geeft hij een verkeerd beeld van dat vermogen tot terugbetaling. Immers, een overeenkomst inzake *credit enhancement* is geen verworven recht of competentie in hoofde van de kredietnemer; een overeenkomst kan steeds opgezegd of beëindigd worden.

Daarnaast kan ook een bepaling van *IOSCO code of conduct* als argument worden ingeroepen. Die gedragscode bepaalt dat *rating agencies* zich niet mogen laten beïnvloeden door andere criteria dan deze die nodig zijn om de rating uit te voeren, noch door louter potentiële effecten. Bijgevolg kan dus gesteld worden dat ze overeenkomsten tot zekerheid van terugbetaling van kredieten niet mogen in acht nemen, daar anders de ratio van een credit rating op zo'n wijze wordt aangetast dat aan de resultaten van die rating met betrekking tot het vooruitzicht van terugbetaling van de toegekende kredieten amper geloofwaardigheid kan gehecht worden.

Bijgevolg kan geconcludeerd worden dat deze zinsnede in geval van een *issuer credit rating* geen nut heeft, tenzij ter verduidelijking.

### 2.3.3. Issue credit ratings

Een issue credit gaat de mogelijkheid in hoofde van een onderneming na om aan een schuld tegemoet te komen in het licht van een welbepaalde verrichting. In tegenstelling tot de methode bij de *issuer credit ratings* nemen de *agencies* hierbij normalerwijze wel vormen van *credit enhancement* in acht.

In dit verband kan de zinsnede “*not supported by third party credit enhancement*” wel haar nut hebben, voorzover uit de rating analyse niet blijkt welke factoren bij die rating in aanmerking genomen werden.

## 2.4. DE LANGE WEG NAAR EEN INHOUDELIJKE OMSCHRIJVING

Sinds de introductie van de moderne *rating agencies* zoals we ze nu kennen in 1909 door John Moody<sup>6</sup>, werden diverse – zij het beperkte – initiatieven genomen om het begrip ‘*rating agency*’ gestalte te geven. Als rode draad doorheen deze initiatieven lopen de crises in de bedrijfs- en financiële wereld. Na de beurscrash van New York in 1929 wonnen de ratings van de *rating agencies* aan belang. De financiële wereld ging meer belang hechten aan de expertise van de *rating agencies* en werd hierbij gevolgd door de financiële wetgever. Amendementen bij de “Federal Banking Act” schreven voor dat banken slechts kredieten mochten verstrekken aan bedrijven die – na een credit rating – een positief kredietadvies konden voorleggen<sup>7</sup> en erkenden hierdoor voor het eerst, zij het impliciet, de credit rating-activiteiten en gaven het contracteren met een *rating agency* een formeel karakter.

In de jaren '70, in een economische constellatie waarin de sector van de kredietverstrekkers geplaagd werd door crises, werd een nieuwe horde genomen op weg naar de reglementering van de *rating agencies*. In 1975 legde de SEC (“Security and Exchange Commission”) in *rule 15c-3* vast dat credit ratings dienden te worden uitgevoerd door “nationally recognized statistical rating agencies”, de zgn. NRSRO’s<sup>8</sup>. Toch was de impact van deze tussenkomst van de SEC zeer beperkt: nergens werd de notie NRSRO formeel gedefinieerd, noch werden de criteria vastgelegd om te bepalen of het al dan niet een NRSRO betrof. Evenwel, officieus werd er een criteria-arsenaal opgebouwd. Zo werden in aanmerking genomen: (1) de organisatorische structuur, (2) de financiële middelen van de *rating agencies*, (3) de omvang en ervaring van de *agencies*, (4) de onafhankelijkheid en (5) de gehanteerde procedures<sup>9</sup>.

Reeds in 1997 stelde de SEC voor om deze criteria vast te leggen, maar dit voorstel liep af met een sissers. Daarna was het wachten tot begin 2005, wanneer de SEC (opnieuw) het initiatief nam om de definitie van de NRSRO formeel vast te leggen. Doel van deze codificatie is, luidens een toespraak van Nazareth, meer transparantie creëren rond de wereld der *rating agencies* en dit door de belangrijkste factoren in de definitie op te nemen die doorslaggevend zijn bij de bepaling of de betrokken *rating agency* voldoet aan de doelen gesteld door de financiële wetgeving<sup>10</sup>.

De structuur van de voorgestelde definitie valt uiteen in drie componenten. De eerste component bestaat erin dat een *rating agency* de ratings aan het publiek

---

<sup>6</sup> Voor een historische bespreking van het fenomeen ‘*agencyrating agency*’, zie: R. Sylla, *A historical primer on the business of credit ratings*, Prepared for conference on “The Role of Credit Reporting Systems in the International Economy,” The World Bank, Washington, DC, March 1-2, 2001 (www.ssrn.com).

<sup>7</sup> F. Partnoy, *The paradox of rating agencies*, San Diego, 2001, p. 9 (www.ssrn.com).

<sup>8</sup> C.A. Hill, “Regulating the rating agencies”, *Washington University Law Quarterly*, Vol. 82, 2004, 53.

<sup>9</sup> C.A. Hill, *l.c.*, 56.

<sup>10</sup> Speech by Security And Exchange Commission staff: NRSRO proposal opening statement at march 3, 2005 open commission meeting (by Annette Nazareth).

kenbaar moet maken en dat deze ratings up-to-date moeten gehouden worden. De tweede component schrijft voor dat een NRSRO een entiteit moet zijn die door de financiële wereld wordt aanvaard als een betrouwbare verstrekker van diensten inzake credit rating, met eventueel diversificatie naargelang de geografische of economische sector waarin actief. De laatste component houdt in dat een *rating agency* systematische procedures hanteert die rekening houden met belangenconflicten en de betrouwbaarheid van de verstrekte diensten en eveneens dat een *agency* voldoende middelen (zowel financieel als in termen van mankracht) heeft om zich aan die procedures te houden.

### 3. REGLEMENTERING?

#### 3.1. GEEN REGLEMENTERING VAN DE ACTIVITEITEN VAN NRSRO'S TOT 2006

Zoals NAZARETH in haar speech m.b.t. het voorstel tot definitie vanwege de SEC aangaf, betreft de reeds uiteengezette omschrijving<sup>11</sup> van een NRSRO geen regeling van de activiteiten van de rating NRSRO's, doch slechts een inhoudelijke omschrijving van het begrip NRSRO.

Tot voor kort bestond er nog geen reglementering van de activiteiten van de *rating agencies* zelf. Daarenboven werd in juridische en financiële middens in de toekomst geen reglementering dienaangaande verwacht. Volgens Abrams staan grondwettelijke bezwaren een reglementering van de *rating agencies* in de weg<sup>12</sup>. Meerbepaald vormt het eerste amendement bij de Amerikaanse grondwet, dat handelt over de vrijheid van meningsuiting, een obstakel.

#### 3.2. FREEDOM OF SPEECH ALS OBSTAKEL

Het eerste amendement bij de Amerikaanse grondwet bepaalt: "*Congress shall make no law respecting an establishment of religion, or prohibiting the free exercise thereof; or abridging the freedom of speech, or of the press; or the right of the people peaceably to assemble, and to petition the Government for a redress of grievances*". Relevant hierbij is de passage die stelt dat de vrijheid van meningsuiting en de persvrijheid niet aangetast mogen worden door wetten.

Welnu, is deze claim van het recht op vrije meningsuiting terecht? Om op deze vraag een antwoord te bieden, dient teruggegaan te worden naar het wezen van het eerste amendement bij de grondwet.

De idee die verscholen zit achter het concept *freedom of speech* wordt aangeduid met de term *theory of the market place of ideas* die gebaseerd is op

---

<sup>11</sup> Cf. supra

<sup>12</sup> L. HUME, "Can rating agencies be regulated? Lawyer, cases cite first amendment protection", *The Bond Buyer*, 2005.

de verwachting dat de waarheid ontstaat wanneer alle ideeën vrij kunnen worden geuit waarna deze met elkaar in conflict treden<sup>13</sup>.

De bescherming van de vrijheid van meningsuiting door de overheid is echter niet absoluut. Toch dient opgemerkt te worden dat het Hooggerechtshof van de Verenigde Staten slechts restrictieve beperkingen toelaat op dit recht. Deze beperkingen concentreren zich traditioneel op frauduleuze schijnvertegenwoordiging, obsceniteiten, gedragingen die een inbreuk op de wet uitmaken en valse verklaringen.

Op het eerste zicht kunnen vooral deze laatste categorie, de valse verklaringen, dienstig zijn bij het omzeilen van het bovenvermelde obstakel. Toch moet worden erkend dat het onderscheiden van valse verklaringen van een eigen, al dan niet juiste, mening een delicate oefening is. In de Amerikaanse rechtspraak werd reeds bepaald dat de spreker het voordeel van de twijfel geniet zolang niet is aangetoond dat hij daadwerkelijk op de hoogte was van het feit dat zijn verklaring niet strookte met de werkelijkheid<sup>14</sup>.

Daarenboven ontwikkelde het Supreme Court een methode om na te gaan of de overheid gerechtigd is om de vrijheid van meningsuiting aan banden te leggen. Het gaat om een driedelige cumulatieve test die bestaat uit volgende componenten: (1) de restricties mogen geen verband houden met het tijdstip, de plaats en de manier waarop de mening wordt geuit tenzij zo'n restrictie wordt gerechtvaardigd zonder verwijzing naar de inhoud van die mening, (2) de beperking moet een welbepaald belang in hoofde van de overheid dienen en (3) er moeten voldoende alternatieve manieren bestaan om informatie te delen<sup>15</sup>.

In enkele rechtszaken sprak de Amerikaanse rechter zich reeds uit over de verhouding tussen de activiteit van *rating agencies* en de inhoud van het eerste amendement bij de Amerikaanse grondwet. Zo bepaalde het United States Court of Appeals in *Quinn v. McGraw Hill* dat een persoon zich redelijkerwijze niet uitsluitend mag baseren op de resultaten van een rating aangezien het slechts een mening betreft en redelijkerwijze geen garantie kan gegeven worden op absolute waarheid<sup>16</sup>. In *Jefferson county school district v. moody's investor's services, inc.* wordt deze rechtspraak verder aangevuld: het United States Court of Appeals bepaalde expliciet dat *rating agencies* genieten van de bescherming vervat in het eerste amendement bij de Amerikaanse grondwet in het bijzonder en van de vrijheid van meninguiting in het algemeen<sup>17</sup>.

De ruime benadering door de Amerikaanse rechtspraak van het recht op vrije meningsuiting en de strenge benadering van restricties ervan zou laten

<sup>13</sup> X. Wang, *Freedom of Speech in the United States Constitution*, Perspectives, vol. 2 nr. 5.

<sup>14</sup> Supreme court of the United States, *New York Times Co. v. Sullivan*, 9 March 1964 ([http://www.bc.edu/bc\\_org/avp/cas/comm/free\\_speech/nytvullivan.html](http://www.bc.edu/bc_org/avp/cas/comm/free_speech/nytvullivan.html)).

<sup>15</sup> X. Wang, *o.c.*

<sup>16</sup> Appeal from the United States District Court for the Central District of Illinois, *Quinn v. McGraw Hill*, D.C. No. 97-3037.

<sup>17</sup> Appeal from the United States District Court for the District of Colorado, *Jefferson county school district v. moody's investor's services, inc.*, D.C. No. 95-WY-2649-WD.

vermoeden dat een reglementering van de activiteiten van een *rating agency* nog veraf is. Toch wil dit niet zeggen dat *rating agencies* vrij spel hebben op de markt waarop ze actief zijn. Zo is er de *IOSCO code of conduct* die een – weliswaar facultatief – kader biedt om de activiteiten van *rating agencies* aan te passen aan de behoeften van de kapitaalmarkten en aldus ertoe strekken een standaard te institutionaliseren waaraan het gedrag van *rating agencies* kan getoetst worden. Recent werd zelfs een wetgevend initiatief aangenomen dat de activiteiten van *rating agencies* omkadert.

### 3.3. IOSCO CODE OF CONDUCT

#### 3.3.1. Algemeen

In 2004 publiceerde het IOSCO<sup>18</sup> (International Organization of Securities Commissions), bij wijze van aanbeveling, een deontologische code waaraan *rating agencies* zich zouden moeten houden bij het uitvoeren van de ratings<sup>19</sup>. Deze code, zo neemt het IOSCO zich voor, moet de integriteit van de *rating agencies* ten goede komen en het vertrouwen van de financiële markten in de *agencies* doen toenemen. Vier grote thema's komen hierbij aan bod: (1) de onafhankelijkheid van de *rating agencies* en de preventieve aanpak van belangenconflicten, (2) de kwaliteit en de integriteit van het ratingproces, (3) de transparantie en de duidelijkheid van de ratings en (4) de vertrouwelijkheid in de omgang met dossiers.

#### 3.3.2. Onafhankelijkheid en vermijden van belangenconflicten

Het IOSCO formuleert m.b.t. de bekommernis tot het vrijwaren van de onafhankelijkheid en het vermijden van belangenconflicten een aantal krachtlijnen.

Ten eerste moeten *rating agencies* de opdrachten met zorg en op een professionele wijze vervullen waarbij zowel de subjectieve als objectieve onafhankelijk gewaarborgd wordt. Daartoe mogen de *agencies* zich niet laten beïnvloeden door andere criteria dan deze die nodig zijn om de rating uit te voeren, noch mogen ze hierbij louter potentiële effecten in rekening brengen. Daarnaast mag de omstandigheid dat het *agency* een (commerciële) relatie onderhoudt of zal onderhouden met belanghebbenden (dus niet alleen de wederpartij in de ratingovereenkomst) geen invloed uitoefenen op de rating. Tenslotte dient het *agency* zijn credit rating activiteiten gescheiden te houden van de andere activiteiten, een systeem dat in het financiële recht bekend staat als het systeem van de “Chinese Walls”.

Meer in het bijzonder stelt het IOSCO voor een interne procedure vast te leggen om belangenconflicten op tijd te onderkennen en ze te neutraliseren

<sup>18</sup> Voor meer informatie betreffende deze organisatie, zie <http://www.iosco.org>.

<sup>19</sup> Rapport 2004 de l'Autorité des Marchés Financiers sur les agences de notation.

waarbij ook de positie van de analisten bij de uitvoering van een ratingopdracht of in hun relatie met derden wordt verduidelijkt.

### 3.3.3. *Kwaliteit en integriteit van het ratingproces*

Onder de aanbevelingen stelt het IOSCO ook voor om procedures uit te werken, te implementeren en te handhaven die ertoe strekken de bevindingen van de *agencies* te baseren op een grondige analyse van alle relevante informatie waartoe ze toegang hebben. Met het oog hierop dienen deze procedures, aldus het IOSCO, voorschriften te bevatten die een zorgvuldige en grondige methodologie installeren waardoor het mogelijk wordt gemaakt dat de resultaten van de ratings worden getoetst aan objectieve maatstaven. In het kader van deze methodologie zou een *agency* bij het aangaan van een ratingovereenkomst over voldoende middelen en analisten moeten beschikken en daarbij de continuïteit moeten kunnen waarborgen, zoniet moet het *agency* dit kenbaar maken aan de tegenpartij en aangeven wanneer het wel over de vereiste middelen beschikt. Een bevinding, na een rating, mag nooit voorzien worden van een uitdrukkelijke garantie of verzekering dat de verkregen informatie ook daadwerkelijk juist is.

Naar het publiek toe dienen de *agencies* de informatie constant up-to-date te houden. Indien dit onmogelijk is, moet dit duidelijk vermeld worden.

Meer in het algemeen stelt het IOSCO dat de *rating agencies* zich, logischerwijze, aan de wetten moeten houden die bepaalde gevallen beheersen en dat ze op een eerlijke en zorgvuldige manier moeten omgaan met contractanten en derden-belanghebbenden.

### 3.3.4. *Transparantie en duidelijkheid van de ratings*

Teneinde belanghebbenden inzicht te laten verwerven in de resultaten van de ratings dienen de *agencies* de gehanteerde methoden aan het publiek kenbaar te maken en de determinerende elementen die tot de betrokken rating hebben geleid omstandig te omschrijven en te verantwoorden. Hierbij moet het *agency*, bij wijze van leidmotief, de begrijpbaarheid in hoofde van niet-professionele belanghebbenden voor ogen houden. Daarnaast dient het *agency* zich ter beschikking te houden van opdrachtgevers of derden-belanghebbenden voor verduidelijking of extra informatie.

### 3.3.5. *Vertrouwelijkheid in de omgang met dossiers*

De *rating agencies* komen door de aard van hun activiteiten vaak in contact met gevoelige informatie. Deontologische regels aangaande het omspringen met vertrouwelijke gegevens van de tegenpartij in ratingovereenkomsten dringen zich dus op. Dienaangaande stelt het IOSCO voor dat ook hier de *rating agencies* procedures en mechanismen moeten vastleggen om de confidentialiteit in de omgang met gegevens van opdrachtgevers te



waarborgen. Concreet stelt het IOSCO dat de *agencies* alleen vertrouwelijke informatie mogen inzien en verwerken indien dit nodig is in het kader van de rating, tenzij ze anders overeenkomen met de betrokkene in kwestie. Daarnaast moeten de *agencies* alle redelijke voorzorgen en maatregelen nemen om te voorkomen dat derden gegevens van opdrachtgevers kunnen inkijken en/of misbruiken.

### 3.3.6. *Statuut*

Deze aanbevelingen werden, zoals reeds aangegeven niet omgezet in afdwingbare normen, doch werd deze code, zo werd met de betrokken *rating agencies* overeengekomen, ingepast in de “huishoudelijke reglementen” van de *agencies*. Immers, ook de *rating agencies* zelf hebben voordeel bij de naleving van een algemene gedragscode daar zij gebaat zijn bij een financiële markt die vertrouwen heeft in hen en in hun activiteiten. Omgekeerd hebben de gebruikers van ratingdiensten en derden-belanghebbenden belang bij deze gedragscode, temeer omdat de *rating agencies* zich op een markt met weinig concurrentie bevinden.

## 3.4. DE *RATING AGENCY ACT* VAN 2006

### 3.4.1. *Doel en definities*

Op 3 januari 2006 zag de Credit Rating Agency Reform Act of 2006 het licht. Ze wijzigt The Securities Exchange Act of 1934. Deze wet opent meteen met volgende opdracht: “to improve ratings quality for the protection of investors and in the public interest by fostering accountability, transparency, and competition in the credit rating agency industry”.

Belangrijk in deze Act zijn de definities. De activiteit van de *agencies* wordt omschreven als “an assessment of the creditworthiness of an obligor as an entity or with respect to specific securities or money market instruments”.

Rating agencies zelf wordt gedefinieerd als volgt: “any person engaged in the business of issuing credit ratings on the Internet or through another readily accessible means, for free or for a reasonable fee, but does not include a commercial credit reporting company, employing either a quantitative or qualitative model, or both, to determine credit ratings and receiving fees from either issuers, investors, or other market participants, or a combination thereof”.

Ook de term “NRSRO” wordt voorzien van een inhoudelijke definitie: “a credit rating agency that (1) has been in business as a credit rating agency for at least the 3 consecutive years immediately preceding the date of its application for registration, (2) issues credit ratings certified by qualified institutional buyers and (3) is registered”.

### 3.4.2. Registratieverplichtingen

De hoofdmoot van de *Act* bestaat uit de bepalingen inzake de registratie van de *rating agencies*. Zo zal een *rating agency* slechts als een NRSRO behandeld worden in geval van registratie. Daartoe moet een *agency* een verzoek tot registratie indienen bij de *Securities and Exchange Commission*, die tevens de waakhond is over de naleving van de registratieverplichtingen. Enkel een deugdelijk geregistreerde *agency* mag zich als dusdanig voorstellen aan de markt. Dat verzoek dient volgende informatie te bevatten: (1) statistische gegevens over de prestaties van het *agency* op korte, middellange en lange termijn, (2) de gehanteerde procedure en methodologie bij het uitvoeren van ratings, (3) het beleid en de te nemen maatregelen in geval van misbruiken, (4) de organisatiestructuur, (5) het al dan niet aanwezig zijn van een interne ethische code en de reden waarom (niet), (6) het bestaan van belangenconflicten naar aanleiding van de ratingactiviteiten, (7) een (confidentieel behandelde) lijst van de 20 grootste<sup>20</sup> organisaties die van de ratingdiensten gebruik hebben gemaakt, (8) een geschreven certificaat van tenminste tien institutionele investeerders die onafhankelijk zijn van de aanvrager<sup>21</sup> en (9) alle andere informatie m.b.t. de aanvrager of met de aanvragen gelieerde personen die de *Security and Exchange Commission* beschouwt als noodzakelijk of nodig in het licht van het algemeen belang of ter bescherming van investeerders.

Deze informatie, met uitzondering van die onder punt (7), wordt aan het publiek bekend gemaakt. Daarnaast rust op de aanvrager ook de plicht om bij nieuwe ontwikkelingen een update toe te voegen aan de door haar ingediende informatie. Ook nadat het *agency* een erkenning verkregen heeft, dient ze die informatie jaarlijks – binnen de 90 dagen na 1 januari – aan te passen aan de huidige stand van zaken.

De registratie wordt ongedaan gemaakt hetzij door een schriftelijke aanvraag vanwege het NRSRO, hetzij door de *Security and Exchange Commission* indien die vaststelt dat een NRSRO niet langer bestaat of haar activiteiten als *rating agency* heeft neergelegd.

Ten laatste 90 dagen na de registratieaanvraag zal de *Securities and Exchange Commission* hetzij de registratie toekennen, hetzij de procedure initialiseren die moet uitwijzen of de registratie geweigerd moet worden. In het kader van een dergelijke procedure zal aan het betrokken *rating agency* de reden worden meegedeeld waarom de *Securities and Exchange Commission* in eerste

---

<sup>20</sup> Te berekenen op basis van de inkomsten in het fiscale jaar dat aan het jaar van de aanvraag tot registratie vooraf gaat.

<sup>21</sup> Dit certificaat is evenwel niet vereist indien het *rating agency* voor 2 augustus 2006 het voorwerp uitmaakte of de ontvanger was van een zgn. *no-action letter* vanwege de *Security and Exchange Commission* en de *Exchange Commission*. Die brief vermeldt luidens de *Act* dat *staff of the Security and Exchange Commission* and *Exchange Commission* would not recommend enforcement action against any broker or dealer that considers credit ratings issued by such credit rating agency to be ratings from a nationally recognized statistical rating organization.

instantie oordeelt dat de registratie moet worden geweigerd. Daarnaast voorziet de *Act* ook in de mogelijkheid tot het organiseren van een hoorzitting. Deze procedure dient 120 dagen nadat de registratieaanvraag is ingediend te worden beëindigd. Wanneer de *Securities and Exchange Commission* het kan verantwoorden, kan die de procedure met 90 dagen verlengen. Die verantwoording dient gepubliceerd te worden. Na deze termijn staat nog steeds de mogelijk open om de voorgeschreven duur te overschrijden, doch slechts met toestemming van het betrokken *agency*.

Zoals reeds aangegeven waakt de *Securities and Exchange Commission* over de naleving van de registratiebepalingen. Haar bevoegdheden zijn evenwel nog ruimer aangezien ze kan overgaan tot hetzij een beperking van de activiteiten, hetzij een intrekking of schorsing van ten hoogste 12 maanden van de registratie wanneer dit nodig ter bescherming van investeerders of het algemeen belang. Daarnaast somt de *Act* enkele gronden op die tot voornoemde maatregelen kunnen leiden. Die gronden houden verband met veroordelingen voor financiële misdrijven. Die kunnen dateren van zowel voor als na de registratie.

### 3.4.3. Gedragsregels

Naast de definities en de registratieverplichtingen vormen de gedragsregels een derde grote pijler van de *Act*. Deze regels vallen uiteen in volgende subcategorieën: (1) het misbruik van confidentiële informatie, (2) het voorkomen en omgaan met belangenconflicten en (3) verboden gedragingen. De *agencies* dienen een *compliance officer* aan te stellen die instaat voor deze procedures.

Inzake het voorkomen van misbruik van vertrouwelijke informatie bepaalt de *Act* dat elke *rating agency* schriftelijk een beleid, met inbegrip van de bijhorende procedures, moet opstellen om aan deze zorg tegemoet te komen. Daarbij dient het *agency* de aard van haar activiteiten als leidraad te nemen. Wat betreft de problematiek van de belangenconflicten voorziet de *Act* in een gelijkkluidende regeling. De *Security and Exchange Commission* kan nadere regels vaststellen waaraan deze beleidsplannen dienen te voldoen.

In verband met de verboden gedragingen is het aan de *Security and Exchange Commission* om de regels op te stellen. De *Act* bepaalt wel dat die verboden gedragingen verband dienen te houden met oneerlijke praktijken of misbruiken. Vervolgens geeft de *Act* een exemplatieve lijst weer: (1) het afhankelijk maken van een publicatie van een rating van het afnemen van andere diensten van het *agency* of daarmee verbonden personen, (2) het onterecht verlagen of dreigen te verlagen van een rating in geval van uitgifte van effecten in geval van een asset-transactie en (3) het aanpassen of dreigen aan te passen van een rating in strijd met de methode of procedure indien de betrokkene weigert andere diensten te gebruiken van het *rating agency*.

### 3.5. CONCLUSIE

Uit het voorgaande kan besloten worden dat tot de inwerkingtreding van de *Rating agency Act van 2006* zowel het bestaan van een deontologische code als de naleving ervan een win-winsituatie opleverde<sup>22</sup>. Gegeven deze conclusie zou de sector van de *rating agencies* een vorm van autohandhaving van de gedragscode ontwikkelen die, in principe, een doorgedreven juridische reglementering overbodig zou maken. De crises die de jongste jaren de financiële markten teisterden (Enron, Parmalat, ...) kunnen hierbij als motor van de autohandhaving fungeren. *Rating agencies* zijn zich door die gebeurtenissen bewust geworden van de kritische blikken van autoriteiten en kapitaalmarkten. Getuige daarvan de speech die Europees Commissaris voor de interne markt McCreevy gaf n.a.v. een advies van *The Committee of European Securities Regulations* waarin hij de *rating agencies* waarschuwde dat ze zich maar beter aan de gedragscode konden houden en dat hun activiteiten nauwlettend in het oog zullen gehouden worden<sup>23</sup>.

Hoewel enkele regulerende (doch niet-bindende) instrumenten voorhanden waren, is de *Rating Agency Act* een te verwelkomen initiatief. Naast de verduidelijkende definities brengt de *Act* ook klaarheid in de verplichtingen en schept ze het kader waarbinnen autoriteiten enige controle kunnen uitoefenen op de agencies. De *Act* laat evenwel veel ruimte voor de *Securities and Exchange Commission*. De samenhang met de *IOSCO code of conduct* is hierbij niet van de lucht. Aangezien die gedragscode het resultaat is van de *International Organization of Security Commissions*, een organisatie op mondiaal niveau die 109 financiële toezichthouders groepeerd, zal die onmiskenbaar de uittekening van de *Act* beïnvloeden.

## 4. AANSPRAKELIJKHEID VAN *RATING AGENCIES*

### 4.1. INLEIDING

In de enkele gevallen waarin een *rating agency* werd vervolgd nadat een rating achteraf onjuist bleek of nadat, volgens de klager, een *agency* niet aan zijn plichten had voldaan, loopt de quasi juridische immuniteit er als een rode draad doorheen. Hoewel de *Securities Act van 1933* voorziet in een bepaling m.b.t. de burgerlijke aansprakelijkheid in geval van het verstrekken van foutieve informatie van financiële dienstenverstrekkers (Section 11: *Civil Liabilities on Account of False Registration Statement*)<sup>24</sup>, toch kan deze niet

---

<sup>22</sup> Cf. supra.

<sup>23</sup> Cf. infra.

<sup>24</sup> In case any part of the registration statement, when such part became effective, contained an untrue statement of a material fact or omitted to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, any person acquiring such Security and Exchange Commissionurity (unless it is proved that at the time of such acquisition he knew of such untruth or omission) may, either at law or in equity, in any court of competent jurisdiction,

worden toegepast op *rating agencies*. Immers, Rule 436 bij de *Securities Act* sluit *rating agencies* uitdrukkelijk uit van Section 11<sup>25 26</sup>.

Daarenboven, zo merkt Partnoy op, vertonen de rechtbanken geen wil om de *rating agencies* aan een aansprakelijkheidsregime te onderwerpen<sup>27</sup>. Immers, de immuniteit t.o.v. section 11 van de *Securities Act* in combinatie met de bescherming van het recht van vrije meningsuiting, afgeleid uit het eerste amendement bij de Amerikaanse grondwet, maken dat het succesvol vervolgen van *rating agencies* geen evidentie is.

Toch dient enige nuance te worden aangebracht aan de stelling dat *rating agencies* immuun zijn t.a.v. gerechtelijke vervolging. Het United States district court Southern district of Texas, Houston division bevestigde in de zaak rond het faillissement van de Amerikaanse energiegigant Enron dat de *rating agencies* weliswaar beschermd worden door het eerste amendement bij de Amerikaanse grondwet, maar erkende – zij het impliciet – dat *rating agencies* aangesproken kunnen worden in geval van de omstandigheid dat de “mening” die uit de rating voortvloeide werd gevormd “with actual malice” of “with disregard for whether or not the ratings were true”<sup>28</sup>.

Uit deze rechtspraak kan geconcludeerd worden dat *rating agencies* toch kunnen worden aangesproken indien ze bij het opmaken van de conclusies van een rating bewust foute informatie verspreiden, of bij het uitvoeren van de ratings kennelijke onzorgvuldigheden begaan met als gevolg dat de juistheid van de ratingresultaten worden aangetast. Dit brengt ons terug tot de reeds besproken rechtspraak in de New York Times Co v. Sullivan-arrest dat bepaalt dat bij het verspreiden van foute informatie de bewijslast hiervan rust op de tegenpartij en dat tot zolang diegene die de foute informatie heeft verspreid wordt geacht te goeder trouw te hebben gehandeld en zich bijgevolg beschermd weet door het eerste amendement bij de Amerikaanse grondwet<sup>29</sup>.

---

sue (1)every person who signed the registration statement; (2)every person who was a director of (or person performing similar functions) or partner in the issuer at the time of the filing of the part of the registration statement with respect to which his liability is asserted; (3)every person who, with his consent, is named in the registration statement as being or about to become a director, person performing similar functions, or partner; (4)every accountant, engineer, or appraiser, or any person whose profession gives authority to a statement made by him, who has with his consent been named as having prepared or certified any part of the registration statement, or as having prepared or certified any report or valuation which is used in connection with the registration statement, with respect to the statement in such registration statement, report, or valuation, which purports to have been prepared or certified by him; (5)every underwriter with respect to such Security and Exchange Commissionurity.

<sup>25</sup> (...) the Security and Exchange Commissionurity rating assigned to a class of debt Security and Exchange Commissionurities, a class of convertible debt Security and Exchange Commissionurities, or a class of preferred stock by a nationally recognized statistical rating organization (...) shall not be considered a part of the registration statement prepared or certified by a person within the meaning of Security and Exchange Commissionitions 7 and 11 of the Act.

<sup>26</sup> De heersende doctrine en jurisdictie m.b.t. de vrijheid van meningsuiting is hier niet vreemd aan.

<sup>27</sup> F. Partnoy, *l.c.*, 19.

<sup>28</sup> United States district court Southern district of texas, Houston division, Civil Action No. H-04-0284.

<sup>29</sup> Cf. supra.

## 4.2. AANSPRAKELIJKHEIDSTELLING DOOR DE OPDRACHTGEVER VAN DE CREDIT RATING

### 4.2.1. Contractuele aansprakelijkheid

De aansprakelijkheid naar aanleiding van een contractuele relatie kan worden benaderd vanuit twee invalshoeken, nl. ten eerste vanuit de plicht om een overeenkomst te goeder trouw en op een eerlijke wijze uit te voeren en ten tweede vanuit de verplichtingen die in hoofde van de partijen ontstaan als gevolg van die overeenkomst.

#### 4.2.1.1. Duty of good faith and fair dealing

In verband met de theorie van de *good faith* in contracten moet vooreerst worden opgemerkt dat er naar Amerikaans recht hieromtrent geen algemeen aanvaarde theorie bestaat. Dit door de *ad hoc* toepassing van het begrip<sup>30</sup>. Toch kunnen bepaalde constituerende elementen van de *good faith*-theorie worden afgeleid uit de werking ervan in de praktijk. Zo vereist de goede trouw dat geen partij in de overeenkomst zich zo gedraagt dat ze de rechtmatige en billijke verwachtingen van de tegenpartij in de weg staat. In de rechtspraak werd reeds vastgelegd dat een partij tekortschiet aan haar plicht zich te goeder trouw te gedragen indien deze manifest misbruik maakt van haar machtspositie in die contractuele situatie en op die manier de rechtmatige verwachtingen van haar tegenpartij doorkruist. In het arrest *Jordan v. Duff and Phelps* verwoordden de rechters Cudahy, Posner en Easterbrook de theorie als volgt: “*The element of good faith dealing implied in a contract is not an enforceable legal duty to be nice or to behave decently in a general way. It is not a version of the Golden Rule, to regard the interests of one’s contracting partner the same way you regard your own. (...) Avowedly opportunistic conduct has been treated differently, however*”<sup>31</sup>.

Op de vraag of de vereiste van *good faith* enkel geschonden wordt in geval van een intentie hiertoe antwoordt de rechtspraak verdeeld.

Daar waar de Amerikaanse rechtbanken in het verleden in kwade trouw een aanleiding zagen tot aansprakelijkheid, wordt nu op deze zienswijze teruggekomen. In *Centre-Point Merchant Bank Ltd. v. American Express Bank Ltd.* bepaalde het United States District Court for the Southern District of New York: “*Although New York law implies a duty of good faith and fair dealing in every contract, a breach of that duty is merely a breach of the underlying*

<sup>30</sup> E.M.S. Houh, “The Doctrine of Good Faith in Contract Law: A (Nearly) Empty Vessel?”, *Utah Law Review*, 2005, 61-62.

<sup>31</sup> United States Court of Appeals for the Seventh Circuit, *Jordan v. Duff and Phelps*, 815 F.2d 429, 1987.

*contract. (...) The implied obligation is simply in aid and furtherance of other terms of the agreement of the parties*<sup>32</sup>.

Geconcludeerd kan worden dat er een tendens bestaat om het toekennen van schadeloosstellingen naar aanleiding van aansprakelijkheid opgelopen door het tekortkomen aan de plicht de overeenkomst te goeder trouw na te leven, in te perken tot die gevallen waarin die tekortkoming ook leidt tot een tekortkoming aan de contractuele plichten.

Dit bemoeilijkt het vervolgen van *rating agencies* naar aanleiding van foute ratingresultaten. Zo zal een benadeelde, om een *agency* te laten veroordelen, niet kunnen volstaan met het louter aantonen van de kwade trouw in hoofde van *rating agencies*, maar zal hij moeten hard maken dat het *agency*, door dat gebrek aan goede trouw, aan haar contractuele plichten is tekort gekomen. Het aantonen van kwade trouw is op zich al geen evidentie - immers, de rechtspraak die zegt dat het recht van vrije meningsuiting slechts (jurisdictioneel) mag worden beperkt indien door de benadeelde wordt aangetoond dat de verkondiger van die foute informatie ook daadwerkelijk weet dat die informatie vals is (*New York Times Co. v. Sullivan*) moet worden in acht genomen - het aannemelijk maken van een contractbreuk in deze bijzondere situatie is dat evenmin, zoals blijkt uit de navolgende bevindingen.

#### 4.2.2.2. Contractueel vastgelegde verplichtingen

In contractuele situaties gaan partijen wederzijdse verbintenissen aan, waarbij niet-naleving aanleiding geeft tot contractbreuk. Indien een opdrachtgever van een ratingovereenkomst met een dergelijke situatie wordt geconfronteerd, dient deze zich twee successieve vragen te stellen.

Ten eerste moet hij nagaan of het *agency* daadwerkelijk tekort is geschoten aan haar contractuele plichten, ongeacht of het gaat om een kapitale fout, dan wel een fout met minder grote impact<sup>33</sup>. Indien het antwoord op deze vraag positief is, kan de opdrachtgever het *rating agency* in rechte aanspreken.

Daarnaast moet hij nagaan of hijzelf, de opdrachtgever, aan zijn contractuele verbintenis(sen) is tegemoet gekomen. Concreet zullen deze verbintenissen van de opdrachtgever de betaling van de prijs of het ter beschikking stellen van de nodige documenten opdat het *agency* haar werk naar behoren kan doen, inhouden.

Echter, in geval van contractbreuk zou de opdrachtgever ook een beroep kunnen doen op de buitencontractuele aansprakelijkheid van zijn medecontractant. Immers, indien de tegenpartij haar contractuele verplichtingen verwaarloost, intentioneel niet nakomt of er roekeloos mee omspringt, verkrijgt de opdrachtgever een *tort*, d.i. een vordering t.a.v. de wederpartij<sup>34</sup>. In voorkomend geval zal hij dus moeten kiezen tussen de

<sup>32</sup> United States District Court for the Southern District of New York, *Centre-Point Merchant Bank Ltd. v. American Express Bank Ltd.*, 89 N.Y.2d 244, 1996.

<sup>33</sup> C.D. Rohwer en G.D. Schaber, *Contracts in a nutshell*, St Paul, West Group, 1997, 302.

<sup>34</sup> Cf. infra.

contractuele en de buitencontractuele aansprakelijkheidsvordering. Echter, gaandeweg heeft de rechtspraak een jurisprudentie ontwikkeld waarbij in een contractuele constellatie vorderingen wegens lichamelijke schade worden ingesteld bij wijze van *torts*, en vorderingen wegens schade aan eigendommen en pecuniaire schade worden ingesteld bij wijze van vorderingen uit contractuele aansprakelijkheid<sup>35</sup>.

Het kapitale probleem dat hierbij rijst is dat, opdat een opdrachtgever een rating zou kunnen aanspreken op contractuele basis wegens onjuiste ratingresultaten, hij een *agency* moet kunnen bewegen tot het afsluiten van een resultaatsverbintenis, nl. de verbintenis tot het aflevering van een kredietwaardigheidsrapport waarvan de juistheid wordt gewaarborgd. Twee argumenten, één uit de praktijk en één uit de jurisprudentie, kunnen worden opgeworpen om de waarschijnlijkheid van een dergelijke verbintenis te kelderen.

Het eerste, jurisprudentiële, argument kan gevonden worden in de reeds eerder vermelde uitspraak in de zaak *Quinn v. McGraw Hill* waarin het Supreme Court stelde dat de accuratesse van een credit rating, uit zijn aard, nooit 100% kan gewaarborgd worden en men zich zodoende nooit exclusief mag verlaten op een rating om beslissingen op te funderen.

Het tweede argument kan geput worden uit de structuur van de markt van de *rating agencies* en de afhankelijkheid van bedrijven van de *rating agencies*. Het is immers zo dat de *rating agencies* opereren op een markt die gekenmerkt wordt door een afwezigheid van mededinging, de *agencies* bezitten aldus een machtspositie t.a.v. potentiële opdrachtgevers. Daarnaast bezitten de opdrachtgevers een zwakke onderhandelingspositie aangezien het verkrijgen van een positieve rating determinerend is voor het verkrijgen van kredieten. Gegeven deze twee factoren is het vrijwel ondenkbaar dat opdrachtgevers de *rating agencies* ertoe kunnen overtuigen om, wat betreft de resultaten van de credit rating, een resultaatsverbintenis aan te gaan.

Tot slot vinden voorgaande argumenten steun in de *IOSCO code of conduct* die in haar aanbevelingen aangaande een deontologische code gericht op de *rating agencies* voorschrijft dat de *agencies* nooit waarborgen mogen verstrekken m.b.t. de juistheid van de ratingresultaten. Zoals reeds gezegd is deze code niet bindend, doch hebben de *agencies* zich ertoe verbonden deze aanbevelingen om te zetten in de praktijk<sup>36</sup>.

#### 4.2.2.3. Conclusie

Een *rating agency* aansprakelijk stellen voor de tekortkoming aan haar contractuele verplichtingen is theoretisch mogelijk, doch op de opdrachtgever rust in de eerste plaats de verplichting zelf te voldoen aan de eigen contractuele verplichtingen. Aldus kan men stellen dat op beide partijen een

---

<sup>35</sup> E.J. Kionka, *Torts in a nutshell*, St. Paul, West Group, 1999, 384.

<sup>36</sup> Cf. supra.



monitorverplichting rust die ertoe strekt dat beiden alles in het werk moeten stellen om de ratingovereenkomst tot een goed einde te brengen. Pas indien één van de partijen aan deze algemene verplichting tekort komt, kan de tegenpartij die aanspreken of op haar beurt weigeren haar verbintenis na te komen. Bijgevolg kan de opdrachtgever het *rating agency* maar aanspreken indien ze zelf alles in het werk heeft gesteld om aan haar verplichtingen te voldoen. Wat betreft de werking van de goede trouw op de mogelijkheid tot het aansprakelijk stellen van het *agency* kan op grond van de rechtspraak, die hierover geen uitsluitel biedt, geen definitieve conclusie getrokken worden<sup>37</sup>. Daarom is het voor de opdrachtgevers aan te raden sluitende overeenkomsten aan te gaan waarin de wederzijdse rechten en plichten duidelijk geformuleerd worden.

Daarenboven dient de opdrachtgever, bij het aanspreken van een *rating agency* wegens het foutief verstrekken van informatie m.b.t. de kredietwaardigheid, rekening te houden met de reeds eerder uiteengezette rechtspraak<sup>38</sup> i.v.m. de bescherming van vrije meningsuiting, afgeleid uit het eerste amendement bij de Amerikaanse grondwet waarbij *rating agencies* het voordeel van de twijfel wordt gegund dat zij in eer en geweten de juiste gegevens verstrekten.

Tenslotte stelt de problematiek van de resultaatsverbintenis zich, dewelke een essentiële voorwaarde is om een rating agency op contractuele basis aan te spreken voor foutieve ratingresultaten. Zoals moge blijken uit de bovengenoemde omstandigheden<sup>39</sup> is een resultaatsverbintenis in hoofde van de *rating agencies* quasi ondenkbaar.

Samenvattend kan men stellen dat de opdrachtgever het *rating agency* contractueel kan aanspreken indien hij, eerst en vooral, bij de onderhandeling van de ratingovereenkomst het *agency* kan bewegen tot het afsluiten van een resultaatsverbintenis. Vervolgens dient de opdrachtgever aan zijn contractuele verplichtingen tegemoet te komen. Tenslotte dient hij, indien hij vaststelt dat het *agency* in strijd met het contract foutieve informatie heeft opgeleverd, het bewijs te leveren dat het *agency* hetzij weet had van de incorrectheid van die informatie, hetzij nalatig is geweest met als gevolg dat de ratingresultaten door onjuistheid werden aangetast en dit op een zodanige wijze dat deze nalatigheid onverschoonbaar is. Bijgevolg zal het contractueel aanspreken van een *rating agency* wegens de genoemde feiten geen evidentie zijn.

#### 4.2.3. *Buitencontractuele aansprakelijkheid*

##### 4.2.3.1. **Algemeen**

Het regime van de buitencontractuele aansprakelijkheid vindt in het Amerikaanse recht haar neerslag in het leerstuk over de *torts*. Deze kunnen omschreven worden als vorderingsrechten in hoofde van een benadeelde

---

<sup>37</sup> Cf. supra.

<sup>38</sup> Cf. supra.

<sup>39</sup> Cf. supra.

persoon die het slachtoffer is geworden van een foutieve daad vanwege de tegenpartij. Zoals in het Belgische positief recht dient ook inzake *torts* een causaal verband aantoonbaar te zijn tussen de gestelde foutieve daad en de schade die daardoor wordt opgelopen<sup>40</sup>. Indien dit mogelijk is, verkrijgt de getroffene een aansprakelijkheidsvordering t.a.v. de tegenpartij. Deze vorderingen worden ingedeeld in categorieën al naargelang het karakter van de onrechtmatige daad: *intentional torts*, *negligent torts* en *strict liability-torts*. Hierbij dient opgemerkt te worden dat dergelijke vorderingen ook kunnen ontstaan n.a.v. een contract, nl. wanneer een contractant aan zijn contractuele verplichtingen tekortschiet op een roekeloze of intentionele wijze of door onachtzaamheid<sup>41</sup>.

De drie *torts* vertegenwoordigen elk een eigen graad van intentionaliteit in hoofde van de persoon die de onrechtmatige daad begaat. Zo slaat de *intentional tort* op een foutieve daad die wetens en willens door de tegenpartij wordt begaan. Een *negligent tort* houdt in dat de foutieve gedraging ontstaat uit een nalaten in hoofde van de tegenpartij waardoor aan de tegenpartij schade wordt berokkend. De *strict liability tort* vertegenwoordigt de foutloze aansprakelijkheid.

Vereist bij deze buitencontractuele aansprakelijkheid is dat de benadeelde de fout van de wederpartij aantoon, evenals zijn gelden schade. De eis m.b.t. het bewijs van de fout geldt echter niet in het geval van *strict liability*, het regime van de foutloze aansprakelijkheid.

Ook m.b.t. het aantonen van de fout in hoofde van het *rating agency* moet worden teruggegrepen naar de rechtspraak i.v.m. het eerste amendement bij de Amerikaanse grondwet<sup>42</sup>. Indien een opdrachtgever het *rating agency* wil aanspreken op grond van buitencontractuele aansprakelijkheid, dient hij in de eerste plaats aan te tonen dat het *agency* hetzij op intentionele wijze de fout heeft begaan, hetzij dat het *agency* door onachtzaamheid schade heeft toegebracht aan de wederpartij in de ratingovereenkomst. Vervolgens doemt de vrijheid van meningsuiting, zoals afgeleid uit het eerste amendement bij de Amerikaanse grondwet, op: de opdrachtgever zal moeten aantonen dat het *agency* bewust deze foutieve gegevens heeft verspreid of op een onverschoonbare wijze heeft gehandeld met de onjuistheid van de ratinggegevens tot gevolg.

Hiermee houdt de bewijsvoering niet op, zij het dat na het bewijs van de fout het zwaarste deel van de bewijsplicht in hoofde van de opdrachtgever wel reeds achter de rug is. Daarnaast moet de opdrachtgever immers zijn schade aantonen, alsook dat deze schade het gevolg is van de foutieve resultaten die voortvloeiden uit de betreffende credit rating.

#### 4.2.3.2. Conclusie

---

<sup>40</sup> E.J. Kionka, *o.c.*, 29-35.

<sup>41</sup> Cf. *supra*.

<sup>42</sup> Cf. *supra*.

Uit het voorgaande blijkt dat de buitencontractuele aansprakelijkheid in hoofde van de opdrachtgever meer perspectieven biedt dan de contractuele aansprakelijkheid van *rating agencies*.

De bewijslast die rust op de opdrachtgever blijft niettemin zwaar. Naast zijn schade en het oorzakelijk verband, dewelke bewijsrechtelijk weinig problemen in het leven roepen, moet hij ook de fout van het *rating agency* aantonen. Slaagt hij hierin, dan volgt de onvermijdelijke en strenge toets aan het recht van vrije meningsuiting in hoofde van de *rating agencies*.

#### 4.2.4. Algemene conclusie

De loutere verstrekking van foute informatie door een *rating agency* kan, zoals reeds is gebleken<sup>43</sup>, niet leiden tot een succesvolle vervolging van een *rating agency*. Bijgevolg dient een beroep te worden gedaan op het Amerikaans gemeen recht inzake contracten en op het aansprakelijkheidsrecht. Echter, het probleem dat hierbij rijst is het gegeven dat een ratingovereenkomst geen overeenkomst is zoals een ander, maar inzake totstandkoming en sanctionering aan bijzondere modaliteiten is onderworpen, dewelke gegroeid zijn uit de ratingpraktijk en geenszins wettelijk zijn vastgelegd.

Men kan dus vaststellen dat *rating agencies*, in hun relatie met opdrachtgevers, niet geheel immuun zijn voor gerechtelijke vervolging, althans in theorie. In deze past het beter te spreken van een quasi-immuniteit.

Het is zo dat wanneer een bedrijf met een *rating agency* een overeenkomst sluit, beide partijen over en weer verbintenissen afsluiten die ook daadwerkelijk moeten worden nagekomen en zoniet worden gesanctioneerd met aansprakelijkheidsvorderingen. In die zin wijkt een ratingovereenkomst niet af van het gemeen verbintenissen- en contractenrecht.

Toch mag geconcludeerd worden dat een overeenkomst met een *rating agency* geen gewone overeenkomst is. De *rating agencies* bekleeden door de aard van de door hen verstrekte dienst een bijzondere positie in de contractsituatie en dit o.a. door de marktstructuur van de credit ratingmarkt en door de bescherming van het recht van vrije meningsuiting in hunner hoofde. Immers, de *agencies* voerden meermaals, met succes, aan dat ze in feite financiële verslaggevers zijn en dat hun recht op vrije meningsuiting gewaarborgd dient te worden. De vrijheid in hoofde van de *rating agencies* vindt evenwel haar beperking in de hierboven besproken rechtspraak waarin wordt verduidelijkt dat, opdat de *agencies* niet meer zouden beschermd worden door het eerste amendement, de tegenpartij moet aantonen dat het *agency* bewust foute resultaten heeft gepubliceerd<sup>44</sup>.

Bijgevolg rust op de opdrachtgever in het geschil een zware bewijslast, niet alleen om de aansprakelijkheid van een *rating agency* aan te tonen, maar ook om de intentionaliteit in hoofde van het *agency* aan te tonen. Daarenboven

---

<sup>43</sup> Cf. supra.

<sup>44</sup> Cf. supra.

wordt hij geconfronteerd met een Amerikaanse rechtspraak die de beperkingen op het recht van vrije meningsuiting zeer beperkt interpreteert en, in voorkomend geval, voorrang geeft aan het recht op vrije meningsuiting t.o.v. contractuele en buitencontractuele rechten in hoofde van de wederpartij.

Als besluit kan men dus stellen dat rating agencies zeer moeilijk vervolgbaar zijn. Tot deze conclusie komt ook Partnoy die stelt: “the only common element to these cases is that the rating agencies win. The suits typically are dismissed or settled on favorable terms to the rating agencies”.

#### 4.3. AANSPRAKELIJKHEIDSTELLING DOOR DE OPDRACHTGEVER N.A.V. EEN WIJZIGING VAN EEN RATINGRESULTAAT

##### 4.3.1. Algemeen

Het is niet ongewoon dat een *rating agency* een bepaalde kredietwaardigheid toekent aan een opdrachtgever waarna, enige tijd later, deze kredietwaardigheid naar beneden of naar boven wordt bijgesteld. Indien een bijstelling naar boven wordt doorgevoerd, d.w.z. de onderneming verkrijgt een hogere rang inzake kredietwaardigheid, zal die onderneming weinig reden tot klagen hebben. Anders ligt het natuurlijk indien het resultaat naar beneden wordt bijgesteld waardoor het minder interessant wordt om aan de betreffende entiteit krediet toe te kennen. De vraag stelt zich dan naar de mogelijkheden in hoofde van die onderneming om tegen deze bijstelling in verzet te komen.

Op zich kan een onderneming in deze situatie niets doen aan deze wijziging. Een *rating agency* moet immers de meest accurate informatie aanbieden en het kan voorkomen dat elementen opduiken die een bijstelling van het resultaat verantwoorden, of zelfs noodzakelijk maken. Dit werd zo gesteld in de IOSCO *code of conduct* waarin werd voorgeschreven dat een *rating agency* de publiek gemaakte informatie constant up-to-date moet houden. Ook in de *Rating Agency Act* wordt dit bevestigd. Dit geldt natuurlijk enkel indien het *rating agency* deze vijstelling doorvoert op basis van pertinente redenen, en niet wanneer deze wijziging is aangetast door fraude of door opzet met het oog op het toebrengen van nadeel aan die opdrachtgevende onderneming.

De enige mogelijkheid die openblijft in hoofde van de opdrachtgever is in beroep gaan. Immers, in het kader van de transparantie m.b.t. de methoden die de *rating agencies* hanteren, dienen de *agencies* een - weliswaar interne - beroepsprocedure te voorzien. Ondernemingen krijgen zo de kans uiting te geven aan hun meningen en inzichten m.b.t. de kredietwaardigheid. Voorwaarde opdat men een *rating agency* kan aansporen om een dergelijke beroepsprocedure te organiseren, is wel dat men beschikt over bepaalde elementen die een ander licht werpen op de situatie.

Op die manier worden *rating agencies* in de mogelijkheid gesteld het belang dat de kapitaalmarkten hebben bij accurate informatie te verzoenen met het recht van verdediging in hoofde van ondernemingen wiens kredietpositie op korte tijd verslechterd is.

### 4.3.2. Conclusie

Optreden in rechte n.a.v. een negatieve bijstelling van de kredietwaardigheid van een aan een credit rating onderworpen onderneming is, rekening houdende met de ratio van de rating en de taak die een *rating agency* vervult op de kapitaalmarkten, geen optie. Toch blijft in hoofde van die onderneming de mogelijkheid open om het *agency* tot andere inzichten te brengen en dit door de beroepsprocedure, georganiseerd door de *agencies* zelf.

## 4.4. AANSPRAKELIJKHEIDSSTELLING DOOR EEN DERDE

### 4.4.1. Algemeen

Het komt voor dat een economische operator zich verlaat op de ratingresultaten en daarop vaststelt dat deze resultaten niet pertinent waren met als gevolg dat de onderneming die het voorwerp was van de rating haar verplichtingen jegens de kredietgever niet kan nakomen. In dit verband rijst de vraag naar de mogelijkheid tot aansprakelijkheidsstelling van het *rating agency* in hoofde van de kredietgever.

Deze vraag dient klaarblijkelijk onderzocht te worden vanuit het perspectief van de buitencontractuele aansprakelijkheid aangezien er geen sprake is van een contractuele band tussen de derde-kredietgever.

Bijgevolg botst de derde hierbij op dezelfde problemen die de opdrachtgever ontmoet bij het aansprakelijk stellen van een *rating agency* wegens een foutief ratingresultaat. De derde zal dus het bewijs moeten leveren van een fout in hoofde van het *agency*, van de schade die hij hierdoor geleden heeft en het causaal verband tussen deze twee elementen. Daarnaast zal die derde, wetende dat het *agency* haar recht van vrije meningsuiting zal invoeren op basis van de reeds geciteerde rechtspraak, het bewijs moeten leveren conform de uitspraak *New York Times v. Sullivan*, nl. dat het *agency* deze foute ratingresultaten moedwillig heeft verspreid of op zo'n nalatige wijze heeft gehandeld dat deze werkwijze onverschoonbaar is.

Daarnaast zal het *agency* zich gesterkt weten door de bepalingen in de *IOSCO code of conduct* die bepalen dat ratingresultaten nooit mogen voorzien worden van een uitdrukkelijke garantie of verzekering dat de verkregen informatie ook daadwerkelijk juist is. Het IOSCO erkent hierdoor op impliciete wijze dus dat bevindingen n.a.v. ratings nooit honderd procent zekerheid met zich meebrengen. Derden kunnen zich dus nooit verlaten op de resultaten die een *rating agency* voortbrengt. Het betreft hier echter geen gebod, doch kunnen derden zich, nadat ze zich toch op een dergelijk resultaat hebben gebaseerd, niet verhalen op de *rating agencies*.

### 4.4.2. Conclusie

Indien derden zich benadeeld voelen door de ratingresultaten zoals publiek gemaakt door een *rating agency*, is de kans miniem dat ze zich kunnen verhalen op de *rating agencies*. Immers, daaraan staat de zware bewijslast, het scherm van de vrije meningsuiting waaronder de *agencies* bescherming zoeken en een strenge rechtspraak die de *agencies* in bescherming neemt, in de weg.

## 5. AANZET TOT EUROPESE REGELGEVING

### 5.1. INITIATIEVEN VANWEGE DE COMMISSIE EN HET EUROPEES PARLEMENT

Recent werden ook in Europees verband initiatieven genomen om de rechtspositie van *rating agencies* te regelen. De aanzet hiertoe werd gegeven door het Europees Parlement dat in een resolutie van 10 februari 2004 vaststelt dat de Europese kapitaalmarkten geconfronteerd worden met het vooruitzicht van een steeds verder toenemend gebruik van kredietwaardigheidsbeoordelingen voor zakelijke en regelgevende doeleinden en dat in de Europese Unie geen regelende instantie bestaat die overeenkomt met de SEC<sup>45</sup>. Ingevolge deze vaststellingen achtte het Parlement het opportuun de Europese Commissie te belasten met het uitvoeren van een kosten-batenanalyse van de gevolgen van tussenkomsten van *rating agencies* voor de Europese kapitaalmarkten en die *agencies* te evalueren - in nauw contact met de Amerikaanse autoriteiten<sup>46</sup> - aan de hand van gespecificeerde en openbaar gemaakte criteria, waaronder geloofwaardigheid bij de marktdeelnemers, objectiviteit, onafhankelijkheid, deskundigheid van het personeel, toereikende middelen, het bestaan van behoorlijke procedures voor het vaststellen van en de omgang met belangenconflicten en transparantie. Het doel van deze evaluatie bestaat erin om aanbevelingen te doen over de criteria die nodig zijn om voor meer doorzichtigheid van de werkzaamheden van de ratingbureaus te zorgen en om na te gaan of er behoefte is aan een regelingsmechanisme voor de erkenning van de *rating agencies* die op Europese markten actief zijn.

### 5.2. ADVIES VAN THE COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATIONS

Nadat de hierboven besproken resolutie de Europese Commissie ertoe aanzette de rol en werkwijze van *rating agencies* en de behoefte aan een regeling van hun statuut te onderzoeken, riep de Commissie het advies in van The Committee of European Securities Regulations (CESR), wiens bevindingen op 30 maart 2005 werden bekendgemaakt.

---

<sup>45</sup> De schandalen die aan het licht kwamen ingevolge het Parmalat-debacle zijn niet vreemd aan dit initiatief.

<sup>46</sup> Dit om te vermijden dat twee uiteenlopende regimes zouden ontstaan.

Uit het rapport van het CESR blijkt dat deze instelling de voorkeur geeft aan de autoregulering door de *rating agencies* en dit m.b.v. internationaal aanvaarde standaarden wat betreft de wijze waarop de *agencies* dienen te functioneren. De organisatie verwijst hierbij naar de *IOSCO code of conduct*<sup>47</sup>. Het CESR stelt hierbij duidelijk dat de gedragsregels opgesteld door het IOSCO de integriteit en de kwaliteit van de ratingdiensten kan verhogen.

Over de kwestie van een verplichte Europese registratie van de *rating agencies*, is het CESR minder eensgezind. Meer bepaald bestaan er twee stromingen. De meerderheidsfractie binnen het CESR wenst nog af te wachten tot de resultaten van de invloed van de *IOSCO code of conduct* duidelijk worden. Slechts indien blijkt dat de tolerantie t.o.v. aanbieders van credit ratingdiensten leidt tot een wildgroei van *agencies* waardoor deze gedragscodes in de praktijk onvoldoende toepassing zullen vinden, zal worden overgegaan tot de invoering van een registratieverplichting om zo toezicht te kunnen houden. De minderheid van de leden is de situatie genegen waarbij *rating agencies* zich op vrijwillige basis kunnen registreren.

### 5.3. STAND VAN ZAKEN

In zijn speech van 5 april 2005 bevestigde Europees Commissaris voor de Interne Markt McCreevy dat hij de *rating agencies* en hun ratingactiviteiten voorlopig niet aan een dwingende Europese regelgeving zal onderwerpen, doch dat hij de aanbevelingen van het CESR zal volgen. Zodoende zullen de *rating agencies* op autonome basis de gedragsregels zoals opgesteld door de IOSCO moeten omzetten in de praktijk. Toch waarschuwde McCreevy de sector dat hun activiteiten door de Europese autoriteiten in de gaten zullen gehouden worden waarmee hij meteen aangaf dat het komende Europese regime geen definitieve verworvenheid betekent in hoofde van de *rating agencies*, maar dat de *agencies* zullen moeten aantonen dat ze in staat zijn tot autoregulering om zo het vertrouwen van de kapitaalmarkten in hun activiteiten zo nodig te herwinnen, maar vooral om hun integriteit te versterken.

In 2006 publiceerde de Commissie een mededeling aangaande *rating agencies*<sup>48</sup>. In die mededeling komt de Commissie tot het besluit dat drie richtlijnen een aangepaste regelgeving overbodig maken. De drie richtlijnen zijn: (1) de richtlijn marktmisbruik<sup>49</sup>, (2) de richtlijn betreffende kapitaaltoereikendheid van beleggingsondernemingen en kredietinstellingen<sup>50</sup> en (3) de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten<sup>51</sup>.

<sup>47</sup> Cf. supra

<sup>48</sup> Mededeling van de Commissie over kredietbeoordelaars, *Pb.* C 59, 11 maart 2006, 2-6.

<sup>49</sup> Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik), *Pb.* L 96, 12 april 2003, 16-25.

<sup>50</sup> Richtlijn 93/6/EEG van de Raad van 15 maart 1993 inzake de kapitaaltoereikendheid van beleggingsondernemingen en kredietinstellingen, *Pb.* L 141, 11 juni 1993, 1-26.

<sup>51</sup> Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG

De richtlijn marktmisbruik schrijft volledige transparantie voor die verplichten tot objectieve, onafhankelijke en accurate ratings. Daarnaast verbiedt de richtlijn misbruik of distributie van voorkennis en gevoelige informatie.

Harmonisatie inzake kapitaalvereisten wordt beoogd d.m.v. de richtlijn betreffende kapitaalvereisten van beleggingsondernemingen en kredietinstellingen. Een belangrijke factor in deze wetgeving is de externe beoordeling door *External Credit Assessment Institutions*. Deze dienen de kapitaalvereisten vast te leggen in het licht van de risico's. Belangrijk voor *rating agencies* is dat in deze richtlijn de criteria worden vastgelegd opdat een dergelijk *agency* voldoet aan de vereisten om te opereren als een *External Credit Assessment Institution*.

De richtlijn betreffende de markten voor financiële instrumenten is van toepassing op de *rating agencies* in zoverre die specifieke diensten aan investeerders aanbieden. De algemene ratingpraktijk wordt hierdoor bijgevolg niet geïmplementeerd. De richtlijn omschrijft regels m.b.t. de organisatiestructuur en de wijze van opereren in het kader van die specifieke diensten. Centraal staan transparantie, integriteit van de markt en de bescherming van de marktpelers. In de conclusie bij haar mededeling besluit de Commissie dat wetgevingsinitiatieven op het stuk van de ratingactiviteiten niet vereist zijn. Immers, de daartoe noodzakelijke eis van de verwezenlijking van overheidsbeleiddoelstellingen stelt zich niet. De hierboven aangehaalde regelgeving volstaat, in de opinie van de Commissie. Ook het feit dat de sector eigen gedragscodes opstelt en integreert, kan op instemming rekenen.

#### 5.4. CONCLUSIE

Ook het Europees recht maakt, ondanks de hierboven aangehaalde initiatieven, voornamelijk geen expliciete melding van de mogelijkheid voor opdrachtgevers om *rating agencies* aan te spreken voor het verstrekken van foutieve informatie m.b.t. de kredietwaardigheid van de opdrachtgever. Toch kunnen opdrachtgevers moed putten uit de recente ontwikkelingen dewelke aantonen dat overheden en kapitaalmarkten niet langer gediend zijn met gebrekkige prestaties vanwege de *rating agencies*. Een normatief kader waarbinnen de *rating agencies* dienen te opereren, begint zich af te tekenen. Daarenboven begint de immunititeit van de *rating agencies* barsten te vertonen, aangezien commissaris McCreevy verklaarde dat de omstandigheid dat de *rating agencies* niet aan dwingende reglementeringen onderworpen worden slechts voorwaardelijk is. Ook in haar mededeling verklaarde de Commissie dat specifieke regelgeving (nog) niet noodzakelijk of wenselijk is, maar dat ze de ontwikkelingen op het terrein nauwlettend zal blijven volgen.

---

van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad, *Pb.* L 145, 30 april 2004, 1-4.