Mededeling van de Commissie over kredietbeoordelaars

(2006/C 59/02)

(Voor de EER relevante tekst)

1. INLEIDING

Kredietbeoordelaars vervullen een sleutelrol op de mondiale bancaire en effectenmarkten. Het is dan ook van essentieel belang dat zij consequent ratings verstrekken die op onafhankelijke en objectieve wijze zijn vastgesteld en van de hoogst mogelijke kwaliteit zijn.

In de nasleep van het Enron-schandaal heeft de Commissie op de informele Raad (Ecofin) van Oviedo (in april 2002) toegezegd de kwestie van de kredietbeoordelaars nader te onderzoeken. Enige tijd later (in februari 2004) heeft het Europees Parlement op grond van een initiatiefverslag van zijn Economische en Monetaire Commissie ([1]) een resolutie over kredietbeoordelaars ([2]) aangenomen waarin de Commissie werd verzocht haar beoordeling kenbaar te maken van de (eventuele) behoefte aan een wetgevend optreden terzake. Naar aanleiding van het Parmalat-schandaal is de Commissie in maart 2004 in samenwerking met het Europees Parlement en de lidstaten nagegaan welke de voornaamste regelgevingskwesties zijn die met betrekking tot kredietbeoordelaars rijzen. In juli 2004 heeft de Commissie het Comité van Europese effectenregelgevers (Committee of European Securities Regulators — CESR) verzocht haar een technische analyse en een technisch advies te verstrekken, zodat zij de behoefte aan Europese wetgeving of aan eventuele andere oplossingen kon evalueren. In maart 2005 heeft het CESR het gevraagde advies ([3]) uitgebracht aan de Commissie. Inmiddels is in het kader van het Actieplan voor financiële diensten (Financial Services Action Plan — FSAP) van de Commissie een aantal belangrijke EU-wetgevingsmaatregelen met grote gevolgen voor kredietbeoordelaars vastgesteld. Bovendien heeft de International Organisation of Securities Commissions (IOSCO) in december 2004 haar „Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies (IOSCO-code)" ([4]) gepubliceerd.

Doel van deze mededeling is verslag uit te brengen aan de Raad en het Europees Parlement over de regelgevende benadering van de Commissie ten aanzien van kredietbeoordelaars en daarbij rekening te houden met de recentste ontwikkelingen terzake. Bij de uitwerking van deze benadering heeft de Commissie zich laten leiden door het advies van het CESR. Zij heeft zich daarbij tevens gehouden aan de beginselen van betere regelgeving, die zij heeft toegezegd te zullen naleven in het kader van het streven om de groei en de werkgelegenheid in de Unie te bevorderen, en die een cruciaal onderdeel vormen van haar beleid op het gebied van financiële diensten zoals dat in haar recente witboek ([5]) is uiteengezet.

2. KREDIETBEOORDELAARS

2.1. Werking van kredietbeoordelaars

Kredietbeoordelaars publiceren kredietwaardigheidsbeoordelingen van een bepaalde uitgevende instelling (emittent) of een bepaald financieel instrument. Zij beoordelen met andere woorden hoe groot de kans is dat een emittent ofwel zijn financiële verplichtingen in het algemeen niet nakomt (rating van een emittent), ofwel zijn betalingen met betrekking tot een specifieke obligatie of een specifiek vastrentend effect niet verricht (rating van een instrument).

Deze beoordelingen — of ratings — worden opgesteld op basis van informatie over de inkomstenstroom en de balans (met bijzondere aandacht voor de schuld) van de beoordeelde entiteit. Ook de financiële ontwikkelingen uit het verleden worden in aanmerking genomen. Ratings geven evenwel alleen een beeld van de stand van zaken op een bepaald tijdstip en moeten derhalve periodiek worden bevestigd of herzien om met recente economische of andere ontwikkelingen rekening te houden. Door het toekennen van ratings worden emittenten in feite in bepaalde categorieën ondergebracht op basis van de grotere of kleinere kans dat zij in gebreke blijven. Kredietbeoordelaars maken gebruik van gedetailleerde ratingschalen, waarbij de kritieke grenslijn loopt tussen „investment grade" (investeringswaardig of laag risico) en „speculative grade" (speculatief of hoog risico). Aldus wordt aangegeven welke risico's aan het betrokken effect verbonden zijn (d.w.z. de kans op wanbetaling).

Gewoonlijk worden ratings door emittenten zelf aangevraagd — en betaald. In die gevallen zijn de ratings gebaseerd op zowel voor het publiek beschikbare gegevens als op informatie die niet toegankelijk is voor het publiek maar die de beoordeelde entiteit uit eigen beweging verstrekt (bv. in interviews met het financieel management van de beoordeelde entiteit). Kredietbeoordelaars maken echter soms ook ongevraagde ratings bekend (dit zijn ratings die niet door een emittent zijn aangevraagd). Deze ratings worden doorgaans opgesteld zonder dat toegang tot niet voor het publiek beschikbare informatie werd verkregen.

De kernactiviteit van kredietbeoordelaars is uiteraard het opstellen van ratings, maar tal van bureaus maken ook gebruik van hun ervaring met risicobeoordelingen om (hetzij rechtstreeks, hetzij via verbonden entiteiten) andere financiële diensten (bv. investerings- en beleggingsadvies) aan emittenten aan te bieden.

([1]) Verslag van de Economische en Monetaire Commissie (A5-0040/2004); rapporteur: Giorgos Katiforis.

([2]) Resolutie van het Europees Parlement over de rol en de werkwijze van ratingbureaus (2003/2081(INI)), beschikbaar op het volgende adres: http://www.europarl.eu.int/registre/seance_pleniere/textes_adoptes/definitif/2004/02-10/0080/P5_TA(2004)0080_NL.pdf.

([3]) CESR's technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies, CESR/05/139b, maart 2005, beschikbaar op: http://www.cesr-eu.org.

([4]) Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, december 2004, zie bijlage met IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies.

([5]) Witboek over het beleid op het gebied van financiële diensten (2005-2010), COM(2005) 629 definitief.

2.2. **Effect op de financiële markten**

Op de financiële markten wordt groot belang gehecht aan ratings, en dit om twee hoofdredenen. Ten eerste zijn ratings, hoewel zij op complexe beoordelingen gebaseerd zijn, gemakkelijk en onmiddellijk begrijpelijk voor beleggers, ongeacht hun deskundigheid en profiel. Ten tweede genieten kredietbeoordelaars een goede reputatie en worden zij door de marktdeelnemers beschouwd als instellingen die objectieve gegevensanalyses verstrekken.

Uit zowel de bedrijfspraktijken als de wettelijke voorschriften blijkt hoezeer kredietbeoordelaars de afgelopen jaren aan belang hebben gewonnen. Enerzijds hangt het commerciële succes van de meeste emissies van schuldinstrumenten voor een groot deel af van de toegekende rating. Het bezit van een rating is een essentiële voorwaarde geworden voor het aantrekken van externe financiering op de effectenmarkten (vooral wanneer emittenten nog geen gevestigde naam op de schuldmarkten hebben). De rating die een emittent heeft, is bepalend voor de rentepercentages die hij zal moeten bieden om externe financiering te kunnen aantrekken. Bovendien wordt in contractuele bepalingen betreffende de beëindiging van de beschikbaarstelling van krediet, versnelde schuldaflossing of de wijziging van andere kredietvoorwaarden steeds meer van ratings gebruik gemaakt.

Anderzijds wordt tegenwoordig in diverse rechtsgebieden als voorwaarde voor de verkoop van bepaalde categorieën beleggingsproducten gesteld dat de emittent moet kunnen aantonen dat hij een zekere mate van kredietwaardigheid bezit, die tot uiting komt in een door een erkend ratingbureau toegekende rating. Kredietbeoordelaars zijn ook steeds vaker betrokken bij de beoordeling van de risico's die verbonden zijn aan activa die worden aangehouden door financiële instellingen waarvoor kapitaaltoereikendheidsvereisten gelden.

De rol die kredietbeoordelaars op de markten vervullen, kan doorgaans als zeer positief worden bestempeld. Dit geldt zowel voor beleggers als voor emittenten: kredietbeoordelaars verstrekken beleggers informatie die hen helpt bij de inschatting van de risico's die aan een effect verbonden zijn en dragen bij tot een vermindering van de kosten die emittenten (althans emittenten waaraan een gunstige rating is toegekend) moeten maken om kapitaal aan te trekken.

2.3. **Punten van zorg**

De resolutie van het Europees Parlement trekt de positieve rol die kredietbeoordelaars kunnen en doorgaans effectief vervullen niet in twijfel. Zij wijst evenwel op een aantal punten van zorg waaraan bijzondere aandacht moet worden besteed om te garanderen dat alle kredietbeoordelaars zich steeds met de nodige verantwoordelijkheidszin van hun taken kwijten ([6]).

Het voornaamste punt van zorg is de kwaliteit van de ratings die door kredietbeoordelaars worden toegekend. Kredietbeoordelaars moeten hun ratings opstellen na een zorgvuldige analyse van de beschikbare informatie en de integriteit van hun informatiebronnen voortdurend controleren. Dit betekent dat ratings, indien nodig, regelmatig moeten worden geactualiseerd. Kredietbeoordelaars moeten ook meer openheid betrachten met betrekking tot de wijze waarop zij hun ratings opstellen. Voorts is het belangrijk dat kredietbeoordelaars onafhankelijk zijn en volledig objectief zijn in hun benadering. De positie van kredietbeoordelaars mag niet in het gedrang worden gebracht door de betrekkingen die zij met emittenten onderhouden. Ook bestaat bezorgdheid ten aanzien van de toegang van kredietbeoordelaars tot niet openbaar gemaakte informatie over emittenten. Het is belangrijk te voorkomen dat kredietbeoordelaars deze informatie voor andere activiteiten gebruiken. Ten slotte heeft het Europees Parlement zijn bezorgdheid geuit met betrekking tot de concentratiegraad in de sector van de kredietbeoordelaars en de mogelijke concurrentieverstorende effecten daarvan.

([6]) Zie voetnoot 1.

3. **RELEVANTE REGELGEVING**

Kredietbeoordelaars doen ernstige vraagstukken rijzen, die moeten worden aangepakt. Dit wordt zowel met het nieuwe EU-rechtskader als de IOSCO-code beoogd. De EU-wetgeving is echter alleen van toepassing op kredietbeoordelaars die in de EU actief zijn. De code daarentegen zal naar verwachting door kredietbeoordelaars worden toegepast in alle rechtsgebieden waar zij actief zijn. Wat de inhoud betreft, vormt de code een aanvulling op de EU-wetgeving. Richtlijnen zijn juridisch bindend, terwijl de code uitgaat van het principe „pas toe of leg uit" Dit betekent dat van kredietbeoordelaars wordt verwacht dat zij alle bepalingen van de IOSCO-code in hun interne gedragscodes verwerken. Wanneer zij verkiezen dit niet te doen, moeten zij uitleggen hoe hun code desondanks uitvoering geeft aan het bepaalde in de IOSCO-code.

3.1. **EU-wetgeving**

Het FSAP had ten doel open, geïntegreerde en efficiënte financiële markten in de EU tot stand te brengen waarop de concurrentiekrachten de opbrengsten van beleggers maximaliseren, maar waarop beleggers niet aan buitensporige risico's blootgesteld zijn. Het actieplan was er daarom op gericht de lasten van de regelgeving voor ondernemingen tot een minimum te beperken en tegelijkertijd een effectief prudentieel toezicht en een hoog niveau van beleggersbescherming te waarborgen.

Drie van de FSAP-richtlijnen zijn relevant voor kredietbeoordelaars. De belangrijkste is de **richtlijn marktmisbruik**, die — in combinatie met haar uitvoeringsverordening en –richtlijnen ([7]) — de problematiek van handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik) aanpakt teneinde de integriteit van de communautaire financiële markten te waarborgen en het vertrouwen van de beleggers in die markten te bevorderen. Handel met voorwetenschap en marktmanipulatie staan volledige markttransparantie in de weg. Op geïntegreerde financiële markten is volledige markttransparantie echter van het grootste belangvoor de handel voor alle economische actoren. De bepalingen van de richtlijn marktmisbruik op het gebied van de

([7]) Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 (PB L 96 van 12.4.2003, blz. 16); Richtlijn 2003/124/EG van de Commissie van 22 december 2003 (PB L 339 van 24.12.2003, blz. 70); Richtlijn 2003/125/EG van de Commissie van 22 december 2003 (PB L 339 van 24.12.2003, blz. 73); Richtlijn 2004/72/EG van de Commissie van 29 april 2004 (PB L 162 van 30.4.2004, blz. 70) en Verordening (EG) nr. 2273/2003 van de Commissie van 22 december 2003 (PB L 336 van 23.12.2003, blz. 33).

bekendmaking van belangenconflicten, de juiste voorstelling van beleggingsaanbevelingen en de toegang tot voorwetenschap vormen een algemeen rechtskader voor kredietbeoordelaars, dat tegelijkertijd ook rekening houdt met hun specifieke rol en de verschillen tussen ratings en beleggingsaanbevelingen.

Ter voorkoming van handel met voorwetenschap en marktmanipulatie wordt in Richtlijn 2003/125/EG nader ingegaan op de juiste voorstelling van beleggingsaanbevelingen en de bekendmaking van belangenconflicten. Voor de toepassing van deze richtlijn worden ratings niet als aanbevelingen beschouwd, maar als adviezen over de kredietwaardigheid van een bepaalde emittent of de kwaliteit van een bepaald financieel instrument. Dit neemt niet weg dat wordt gesteld dat kredietbeoordelaars moeten overwegen interne gedragslijnen en procedures vast te stellen om ervoor te zorgen dat de door hen bekendgemaakte ratings juist worden voorgesteld. Bovendien wordt gesteld dat een ratingbureau eventuele wezenlijke belangen of belangenconflicten openbaar dient te maken die verband houden met de financiële instrumenten of de emittenten die het voorwerp van hun ratings uitmaken ([8]). Daarnaast vloeit uit Richtlijn 2003/6/EG voort dat ingeval een ratingbureau wist of had moeten weten dat de rating onjuist of misleidend was, het verbod om onjuiste of misleidende informatie te verspreiden (hetgeen als marktmanipulatie wordt aangemerkt) ook op ratings van toepassing kan zijn ([9]). In het licht van deze bepalingen is het duidelijk dat kredietbeoordelaars interne procedures en gedragslijnen moeten vaststellen om ervoor te zorgen dat hun ratings objectief, onafhankelijk en correct zijn, hetgeen het beleggersvertrouwen zal bevorderen. De Commissie acht het van het allergrootste belang dat kredietbeoordelaars effectief de hand houden aan hun procedures om te garanderen dat hun ratings van hoge kwaliteit zijn.

Wat de juridische behandeling van de toegang van kredietbeoordelaars tot voorwetenschap betreft, verbiedt Richtlijn 2003/6/EG iedere persoon die over voorwetenschap beschikt om gebruik te maken van deze voorwetenschap door financiële instrumenten waarop deze voorwetenschap betrekking heeft te verkrijgen of te vervreemden. Voorwetenschap wordt omschreven als niet openbaar gemaakte informatie die concreet is en die rechtstreeks of middellijk betrekking heeft op een of meer emittenten van financiële instrumenten en die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, een aanzienlijke invloed zou kunnen hebben op de koers van deze financiële instrumenten of van daarvan afgeleide financiële instrumenten ([10]). Als algemene regel geldt dat een emittent voorwetenschap zo spoedig mogelijk openbaar moet maken. Er zullen zich bijgevolg slechts weinig gevallen voordoen waarin een emittent op rechtmatige wijze kan beschikken over voorwetenschap die niet reeds op de markt bekend is. Indien een emittent besluit een ratingbureau toegang te bieden tot voorwetenschap, dan heeft het ratingbureau overeenkomstig artikel 6, lid 3, van Richtlijn 2003/6/EG een geheimhoudingsplicht.

Dit heeft tot gevolg dat het voor een ratingbureau of een werknemer met toegang tot voorwetenschap verboden is van deze voorwetenschap gebruik te maken om handelstransacties te verrichten. Het is bovendien niet toegestaan deze voorwetenschap aan een derde mee te delen, tenzij dit gebeurt in het kader van de normale uitoefening van zijn werk, beroep of functie. In dit verband wordt in artikel 6, lid 3, derde alinea, van Richtlijn 2003/6/EG bepaald dat emittenten of personen die namens hen of voor hun rekening optreden, een lijst moeten opstellen van personen die bij hen werkzaam zijn en toegang hebben tot voorwetenschap. Deze bepaling biedt de lidstaten de mogelijkheid van kredietbeoordelaars te verlangen dat zij lijsten van personen met voorwetenschap opstellen. Deze lijsten moeten regelmatig worden geactualiseerd en desgevraagd aan de bevoegde autoriteit worden toegezonden.

Het hebben van toegang tot voorwetenschap betreffende de emittent is één zaak, maar het is ook mogelijk dat een rating zelf als voorwetenschap moet worden aangemerkt, met name wanneer het ratingbureau toegang heeft tot niet voor het publiek beschikbare informatie over de emittent. Dit houdt in dat het gebruik van de niet openbaar gemaakte rating voor de handel of de mededeling van deze informatie aan een derde, behalve in het kader van de normale uitoefening van zijn werk, beroep of functie, verboden is. Het zou echter wel zijn toegestaan dat een ratingbureau de nakende publicatie van een rating op vertrouwelijke basis meedeelt aan de emittent, opdat deze kan verifiëren of de informatie waarop de rating is gebaseerd, correct is.

De Commissie is van oordeel dat de bepalingen van de richtlijn marktmisbruik en de uitvoeringsbesluiten daarvan in een uitgebreide reeks voorschriften voor de activiteiten van kredietbeoordelaars op het gebied van marktmisbruik voorzien. Wegens de bijzondere rol die kredietbeoordelaars op de financiële markten vervullen, is het noodzakelijk dat deze bepalingen nauwgezet worden toegepast. De Commissie zal dan ook actief toezicht houden op de tenuitvoerlegging en de handhaving van de in de richtlijn marktmisbruik en de uitvoeringsbesluiten daarvan vervatte bepalingen die op kredietbeoordelaars betrekking hebben.

Het tweede onderdeel van de EU-wetgeving dat voor kredietbeoordelaars relevant is, is de **richtlijn kapitaalvereisten** (Capital Requirements Directive — CRD), die een nieuw solvabiliteitskader voor banken en beleggingsondernemingen tot stand brengt ([11]). De CRD is gebaseerd op het nieuwe internationale kader van kapitaalvereisten waarover in 2004 overeenstemming is bereikt door het Bazelse Comité voor het bankentoezicht (Bazel II).

De CRD bepaalt dat van externe ratings gebruik moet worden gemaakt voor de vaststelling van de risicoweging (en de daaruit voortvloeiende kapitaalvereisten) die op vorderingen of posities van een bank of beleggingsonderneming moeten worden toegepast. Alleen het gebruik van kredietbeoordelingen van erkende externe kredietbeoordelingsinstellingen — hoofdzakelijk kredietbeoordelaars — zal aanvaardbaar zijn voor de bevoegde autoriteiten. In de richtlijn is tevens een procedure voor de erkenning van externe kredietbeoordelingsinstellingen vervat.

([8]) Zie artikel 1, punt 8, en overweging 10 van Richtlijn 2003/125/EG.

([9]) In artikel 1, punt 2, onder c), is het volgende bepaald: „[Marktmanipulatie:] de verspreiding van informatie, via de media, met inbegrip van internet, of via andere kanalen, die onjuiste of misleidende signalen geeft of waarschijnlijk zal geven met betrekking tot financiële instrumenten, met inbegrip van de verspreiding van geruchten en valse of misleidende berichten, waarvan de persoon die de informatie verspreid heeft, wist of had moeten weten dat de informatie onjuist of misleidend was. (…)".

([10]) Artikel 1, punt 1, en artikel 2, lid 1, van Richtlijn 2003/6/EG.

([11]) Herschikking van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad van 20 maart 2000 betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen en Richtlijn 93/6/EEG van de Raad van 15 maart 1993 inzake de kapitaaltoereikendheid van beleggingsondernemingen en kredietinstellingen.

In de RKV is een reeks vereisten opgenomen waaraan externe kredietbeoordelingsinstellingen moeten voldoen voordat zij door de bevoegde autoriteit kunnen worden erkend. Zo moeten hun ratings objectief en onafhankelijk zijn toegekend en doorlopend worden gecontroleerd. Voorts moeten hun ratingprocedures voldoende transparant zijn. Daarnaast dienen de bevoegde autoriteiten te verifiëren of de individuele kredietbeoordelingen op de markt als geloofwaardig en betrouwbaar worden beschouwd door de gebruikers van dergelijke kredietbeoordelingen en of zij voor alle belanghebbenden onder gelijkwaardige voorwaarden beschikbaar zijn.

Uitgaande van de CRD werkt het Comité van Europese bankentoezichthouders (Committee of European Banking Supervisors — CEBS) momenteel aan de bevordering van de convergentie van de overal in de EU gehanteerde procedures voor de erkenning van externe kredietbeoordelingsinstellingen door te streven naar overeenstemming over de criteria die nodig zijn voor de toepassing van de erkenningsvereisten die in de CRD zijn vastgesteld ([12]).

Het moge duidelijk zijn dat de CRD geen regels voor de bedrijfsuitoefening van kredietbeoordelaars bevat, maar hoofdzakelijk betrekking heeft op de vaststelling van kapitaalvereisten. In de in de richtlijn opgenomen procedure voor de erkenning van externe kredietbeoordelingsinstellingenwordt derhalve geen aandacht besteed aan de ruimere problematiek van de bedrijfsuitoefening van kredietbeoordelaars in het algemeen. Bovendien kunnen kredietbeoordelaars afzien van de status van externe kredietbeoordelingsinstellingen in de zin van de CRD, waardoor het niet uitgesloten is dat niet alle kredietbeoordelaars onder de CRD vallen. De doelstellingen en de gevolgen van de regeling voor de erkenning van externe kredietbeoordelingsinstellingen mogen echter niet los worden gezien van de doelstellingen van andere op kredietbeoordelaars toepasselijke wetgeving en toezichtnormen, aangezien de CRD bevestigt dat kredietbeoordelaars wel degelijk een rol van betekenis spelen. Om die reden zal de Commissie de ontwikkelingen met betrekking tot de erkenning van externe kredietbeoordelingsinstellingen nauwlettend volgen en nagaan of de kredietbeoordelaars hun belangrijke rol in het kader van de CRD naar behoren vervullen. De bevoegde autoriteiten dienen er dan ook op toe te zien dat met alle belanghebbenden over de gevolgen van de erkenning wordt overlegd om te kunnen beoordelen of de criteria voor de erkenning van externe kredietbeoordelingsinstellingen ook bruikbaar zouden zijn voor de regulering van de bedrijfsuitoefening van kredietbeoordelaars mocht dit in de toekomst noodzakelijk blijken.

Het laatste onderdeel van de relevante wetgeving is de **richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten** (Markets in Financial Instruments Directive — MiFID) ([13]). De MiFID en haar toekomstige uitvoeringsmaatregelen zijn niet van toepassing op het ratingproces van kredietbeoordelaars wanneer het bureau in het kader van het proces zelf geen beleggingsdiensten en –activiteiten als omschreven in de MiFID verricht. De toekenning van een rating resulteert met andere woorden normalerwijze niet in het verstrekken door het ratingbureau van „beleggingsadvies" in de zin van bijlage I bij de MiFID. Kredietbeoordelaars moeten zich echter wel bewust zijn van de precieze grenzen van deze activiteit om buiten het toepassingsgebied van de MiFID-regelgeving te blijven opereren. Kredietbeoordelaars die beroepsmatig ook beleggingsdiensten en -activiteiten verrichten, kunnen echter een vergunning nodig hebben. In die gevallen zijn de MiFID-bepalingen betreffende de bedrijfsuitoefening en de organisatorische eisen op de instelling en haar uitoefening van beleggingsdiensten en -activiteiten van toepassing. Wanneer een ratingbureau bijvoorbeeld onder de MiFID vallende beleggingsdiensten (zoals beleggingsadvies) aan cliënten aanbiedt, zijn de bepalingen betreffende belangenconflicten van toepassing om de belangen te beschermen van degenen voor wie deze diensten worden verricht. Krachtens de bepalingen betreffende belangenconflicten kan een passende scheiding tussen beleggingsdiensten en het ratingproces vereist zijn, zodat nevendiensten geen afbreuk kunnen doen aan de kwaliteit en objectiviteit van de ratings ([14]).

Dit uitgebreide rechtskader wordt thans door de lidstaten ten uitvoer gelegd. Alle richtlijnen moeten correct worden geïmplementeerd. De Commissie houdt dan ook actief toezicht op de omzetting van de richtlijnen in nationaal recht. Indien nodig kan zij inbreukprocedures inleiden wegens incorrecte of nietomzetting van de richtlijnen.

Een ander terrein van het Gemeenschapsrecht dat voor kredietbeoordelaars van belang kan zijn, is het **mededingingsrecht**. De bezorgdheid van het Europees Parlement ten aanzien van de concentratiegraad in de sector van de kredietbeoordelaars wordt echter niet gedeeld door de Commissie. Er bestaat immers geen enkele aanwijzing dat er in deze sector sprake is van concurrentieverstorende praktijken, maar elk bewijs van het tegendeel zal uiteraard grondig worden onderzocht. De Commissie acht het daarom momenteel niet noodzakelijk actie op dit terrein te ondernemen. Bovendien is het niet denkbeeldig dat een te grote marktfragmentatie in deze specifieke sector juist negatieve gevolgen heeft (kredietbeoordelaars kunnen bijvoorbeeld onder ongewenste druk komen te staan om gunstige ratings toe te kennen en zo cliënten aan te trekken).

3.2. **De IOSCO-code**

In september 2003 heeft IOSCO haar „Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies" (IOSCO-beginselen) ([15]) gepubliceerd. Daarin werden overkoepelende doelstellingen voor kredietbeoordelaars, effectentoezichthouders, emittenten en andere marktdeelnemers geformuleerd om beleggers een betere bescherming te bieden, de billijkheid, efficiëntie en transparantie van de markten te bevorderen en het systeemrisico te verkleinen. In reactie op de commentaren op deze beginselen heeft IOSCO de „IOSCO Code of Conduct Fundamentals for credit rating agencies" uitgewerkt (zie bijlage).

Gezien het mondiale karakter van de markt voor kredietbeoordelaars is de IOSCO-code bedoeld om te worden toegepast door alle kredietbeoordelaars, ongeacht hun omvang en bedrijfsmodel en het rechtsgebied waarin zij actief zijn. De Commissie merkt op dat de IOSCO-code niet in het nationale recht van de lidstaten is opgenomen. Van kredietbeoordelaars wordt evenwel verwacht dat zij zich ten volle houden aan de bepalingen van de IOSCO-code, althans voorzover deze bepalingen in overeenstemming zijn met de EU-richtlijnen. Dit

([12]) Consultation paper on the recognition of External Credit Assessment Institutions, CEBT, 29 juni 2005, beschikbaar op: http://www.c-ebs.org/pdfs/CP07.pdf.

([13]) Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 (PB L 145 van 30.4 2004, blz. 1).

([14]) Zie artikel 13, leden 3 en 10, en artikel 18 van de MiFID.

([15]) Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies, IOSCO, beschikbaar op: www.iosco.org/IOSCOPD151.

houdt in dat kredietbeoordelaars in hun procedures met de IOSCO-normen rekening moeten houden. Uit recente marktontwikkelingen blijkt dat tal van kredietbeoordelaars eigen gedragscodes hebben opgesteld die in de lijn liggen van de IOSCO-code. Dit toont aan dat deze code moet worden gezien als een nuttig samenstel van normen voor de zelfregulering van de sector van de kredietbeoordelaars.

Het is van het grootste belang dat kredietbeoordelaars niet alleen de IOSCO-code in hun gedragscode opnemen, maar zich ook ten volle aan de IOSCO-code houden door hun gedragscode in de dagelijkse praktijk te doen naleven. In de komende jaren dienen kredietbeoordelaars alle belanghebbenden regelmatig te informeren over de inachtneming van hun gedragscodes. Te dien einde beveelt de Commissie aan de gevolgen van de IOSCO-code op gezette tijden te analyseren.

4. **CONCLUSIE**

Op verzoek van het Europees Parlement heeft de Commissie zeer zorgvuldig onderzocht of het al dan niet wenselijk is nieuwe wetgevingsvoorstellen in te dienen om de activiteiten van kredietbeoordelaars te reguleren.

Zij is daarbij tot de conclusie gekomen dat momenteel geen nieuwe wetgevingsinitiatieven vereist zijn. Een van de essentiële beginselen van betere regelgeving is immers dat pas voor wetgevende oplossingen moet worden gekozen wanneer deze absoluut noodzakelijk zijn voor de verwezenlijking van overheidsbeleidsdoelstellingen. Volgens de Commissie is er in het onderhavige geval echter niets dat erop wijst dat nieuwe wetgeving noodzakelijk is.

Er zijn reeds drie nieuwe financiële-dienstenrichtlijnen uitgevaardigd die op kredietbeoordelaars betrekking hebben. De Commissie is ervan overtuigd dat deze richtlijnen — in combinatie met zelfregulering door de kredietbeoordelaars op basis van de onlangs aangenomen IOSCO-code — een antwoord bieden op alle belangrijke punten van zorg die door het Europees Parlement aan de orde zijn gesteld.

In zijn advies aan de Commissie heeft het CESR er bovendien op gewezen dat er een juist evenwicht tussen wetgeving en zelfregulering is bewerkstelligd en dat er voorlopig geen behoefte bestaat aan verdere regelgevende initiatieven.

De Commissie blijft de ontwikkelingen op dit terrein echter zeer nauwlettend volgen. Het is immers evident dat de nieuwe regelingen pas het gewenste resultaat zullen opleveren als de kredietbeoordelaars de taak om zichzelf te reguleren, ernstig genoeg opvatten. Zij dienen de bepalingen van de IOSCO-code nauwgezet toe te passen en blijk te geven van openheid en transparantie met betrekking tot de wijze waarop zij daarbij te werk gaan.

Het is bemoedigend dat vele kredietbeoordelaars eigen gedragscodes hebben opgesteld op basis van de IOSCO-code. De opstelling van dergelijke codes is op zich echter ontoereikend. Deze codes moeten ook dagelijks in de praktijk worden toegepast. De Commissie is derhalve voornemens het CESR te verzoeken om te controleren of de IOSCO-code wel degelijk in acht wordt genomen en haar jaarlijks daarover verslag uit te brengen. Zij zal tevens nagaan hoe zij het best de standpunten terzake kan vernemen van de marktdeelnemers, en dan vooral van degenen die complexe financiële instrumenten kopen. Te dien einde kan onder meer een informele deskundigengroep in het leven worden geroepen. De sector van de kredietbeoordelaars dient er zich evenwel rekenschap van te geven dat de Commissie zich verplicht kan zien wetgevende actie te ondernemen wanneer duidelijk wordt dat de EU-regelgeving of de IOSCO-code onvoldoende worden nageleefd en aldus schade wordt berokkend aan de EU-kapitaalmarkten.

De Commissie zal ook nagaan of het nodig is wetgevingsvoorstellen in te dienen als er zich nieuwe omstandigheden voordoen — zoals onder meer een ernstig marktfalen.

Ten slotte is de Commissie voornemens de mondiale ontwikkeling van de sector van de kredietbeoordelaars op de voet te volgen. Indien er zich in andere delen van de wereld significante wijzigingen voordoen in de wijze waarop kredietbeoordelaars worden gereguleerd, kan het immers noodzakelijk blijken dat de Commissie haar benadering aan een nieuw onderzoek onderwerpt.