

NL

NL

NL



COMMISSIE VAN DE EUROPESE GEMEENSCHAPPEN

Brussel, 12.11.2008
SEC(2008) 2746

WERKDOCUMENT VAN DE COMMISSIE

bij het

voorstel voor een

VERORDENING VAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD

inzake ratingbureaus

SAMENVATTING VAN DE EFFECTBEOORDELING

{COM(2008) 704 definitief}
{SEC(2008) 2745}

1. INLEIDING

Ratingbureaus geven kredietwaardigheidsbeoordelingen af, waarmee zij tegemoetkomen aan het probleem van de informatieongelijkheid tussen degenen die schuldinstrumenten uitgeven en degenen die daarin beleggen. Zij hebben veel invloed op de financiële markten doordat hun ratings op de voet gevolgd worden door beleggers, uitgevende instellingen, leningnemers en overheden. Daarom is het van groot belang dat hun ratings steeds van de hoogste kwaliteit, onafhankelijk en objectief zijn.

Sinds augustus 2007 maken de financiële markten wereldwijd een grote vertrouwenscrisis door. Deze crisis is complex en kent vele actoren. Ratingbureaus hebben niet als enige schuld aan de huidige financiële onrust, want er zijn ook andere actoren en bijzondere omstandigheden mee gemoeid. De crisis ontstond op de particuliere subprimehypotheekmarkt in de VS en dijde daarna uit naar andere segmenten van de financiële markten. De ratingbureaus hadden een groot aandeel in de fundamentele problemen op de subprimemarkten. Zij kenden namelijk te gunstige ratings toe aan gestructureerde instrumenten die financieel zodanig waren geconstrueerd dat ze beleggers veel vertrouwen zouden inboezemen. In de effectbeoordeling wordt nagegaan wat het meest geschikte beleid zou zijn om de onderkende problemen te verhelpen.

In dit document worden een aantal opties aangereikt om deze situatie op EU-niveau aan te pakken. De Commissie stelt een reeks maatregelen voor die betrekking hebben op belangenconflicten, de transparantie van ratingbureaus en specifieke kwaliteitsaspecten van het ratingproces. Deze maatregelen moeten worden ondersteund door een bij EU-wetgeving ingestelde registratie- en toezichtsregeling voor ratingbureaus die in de EU actief zijn.

2. PROCEDUREKWESTIES EN OPENBARE RAADPLEGING

Na de financiële schandalen van begin deze eeuw in de VS en de EU nam het Europees Parlement in februari 2004 een resolutie betreffende ratingbureaus¹ aan. In het verlengde daarvan heeft de Commissie zeer zorgvuldig onderzocht of er al dan niet nieuwe wetgeving vereist was om de activiteiten van ratingbureaus te reguleren. In overeenstemming met het advies van het Comité van Europese effectenregelgevers (CEER)², dat zij in maart 2005 had ontvangen, besloot de Commissie niet met nieuwe voorstellen betreffende ratingbureaus te komen. Zij was van oordeel dat de bestaande richtlijnen inzake financiële diensten die op ratingbureaus van toepassing waren, een antwoord boden op alle belangrijkste zorgpunten van het Europees Parlement.

Ratingbureaus zijn aan verschillende richtlijnen inzake financiële diensten onderworpen, met name de Richtlijn Marktmisbruik³ en de Richtlijn Kapitaalvereisten. Op basis van vrijwillige naleving volgen zij ook de Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies van de International Organisation of Securities Commissions (IOSCO). In 2006 deed de Europese

¹ Resolutie van het Europees Parlement over de rol en de werkwijze van ratingbureaus (2003/2081(INI)).

² Technisch advies van het CEER aan de Europese Commissie inzake mogelijke maatregelen aangaande ratingbureaus, CEER/05/139b, maart 2005. Het CEER is een adviesorgaan van de Commissie. Het bestaat uit de nationale toezichthouders van de effectenmarkten in de EU en is in juni 2001 opgericht.

³ Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (PB L 96 van 12.4.2003, blz. 16).

Commissie een mededeling over kredietbeoordelaars⁴. Daarin concludeerde zij dat deze benadering ook zou inhouden dat zij de ontwikkelingen ter zake diende te monitoren. Ook verzocht de Commissie het Comité van Europese effectenregelgevers toe te zien op de naleving van de IOSCO-code en daarover jaarlijks verslag uit te brengen.

De Commissie gaf toen aan dat zij zou kunnen overwegen met wetgevingsvoorstellen te komen als zou blijken dat de EU-regelgeving of de IOSCO-code onvoldoende werd nageleefd of als zich nieuwe omstandigheden zouden voordoen, waaronder ernstige problemen van marktfalen of ingrijpende veranderingen in de regulering van ratingbureaus elders in de wereld.

Naar aanleiding van de recente gebeurtenissen op de financiële markten heeft de Commissie het CEER en de Europese deskundigengroep voor effectenmarkten (EDEM)⁵ in het najaar van 2007 om advies verzocht betreffende verschillende aspecten van de activiteiten en de rol van ratingbureaus op de financiële markten en vooral op het gebied van gestructureerde financiering. De Commissie heeft het werk van beide groepen gedurende het hele proces gevolgd. Beide groepen hielden brede raadplegingen van belanghebbenden, met name over de rol van gestructureerde financiering in de subprimeonrust. Het CEER bracht op 13 mei 2008 verslag uit en de EDEM op 4 juni 2008.

De Commissie heeft niet alleen de werkzaamheden van het CEER en de EDEM op de voet gevolgd, maar heeft ook gesprekken gevoerd met de belangrijkste ratingbureaus en andere belanghebbende partijen (brancheorganisaties uit het verzekerings-, effecten- en bankwezen, informatieverschaffers, enz.). Zij heeft ook schriftelijke bijdragen ontvangen van allerlei verenigingen, personen die op de markt actief zijn en belanghebbenden. Zij heeft ook de internationale ontwikkelingen van nabij gevolgd, zoals de herziening van de gedragscode voor ratingbureaus, die op 26 mei door de IOSCO is aangenomen, het verslag van het Forum voor financiële stabiliteit (FSF)⁶, dat op 7 april 2008 is gepubliceerd, en de voorstellen voor wijzigingen in de Amerikaanse wet op ratingbureaus, die op 11 juni en 1 juli 2008 zijn ingediend. De Commissie heeft ook de raadplegingen van zowel de IOSCO als het FSF gevolgd. Zij heeft ook kennis genomen van de verschillende initiatieven die door de ratingbureaus individueel of sectoraal zijn voorgesteld of doorgevoerd en heeft met hen intensieve informele gesprekken gevoerd. Zij heeft belanghebbenden ook aangemoedigd opmerkingen te formuleren in het kader van een openbare raadpleging die op 31 juli 2008 van start is gegaan en 82 bijdragen heeft opgeleverd: 13 van ratingbureaus, 52 van organisaties van belanghebbenden (banken, verenigingen, beleggingsfondsen, spaarbanken, enz.) en 17 van effectenregelgevers en nationale ministeries van financiën.

3. PROBLEEMOMSCHRIJVING

Uit de feiten blijkt dat ratingbureaus beduidend slechter hebben gepresteerd bij het toekennen van ratings aan innoverende, gestructureerde producten dan bij het afgeven van traditionele

⁴ PB C 59 van 11.3.2006, blz. 2.

⁵ De Europese deskundigengroep voor effectenmarkten (EDEM) is een adviesorgaan van de Commissie. Het bestaat uit op de effectenmarkten actief zijnde personen en deskundigen ter zake. Het is in april 2006 opgericht.

⁶ Het Forum voor financiële stabiliteit werd in april 1999 opgericht en organiseert geregeld bijeenkomsten tussen nationale autoriteiten die verantwoordelijk zijn voor de financiële stabiliteit in belangrijke financiële centra, internationale financiële instellingen, brancheverenigingen van regulatoren en toezichthouders en comités van experts van centrale banken.

ratings. In haar analyse spitst de Commissie zich daarom toe op de problemen die gerezen zijn door het toekennen van ratings aan gestructureerde financiële producten. Aangezien de financiële innovatie niet blijft stilstaan, is het mogelijk dat er in de toekomst soortgelijke problemen rijzen op gebieden waarmee ratingbureaus ook weinig of geen ervaring hebben. Bepaalde tekortkomingen die gebleken zijn bij het toekennen van ratings aan gestructureerde financiering, houden bovendien verband met de structuur, het business model en de interne processen van entiteiten. Zij kunnen zich dus ook bij de meer traditionele activiteiten van ratingbureaus voordoen.

3.1. Tekortkomingen in de integriteit van ratingbureaus; belangenconflicten in de ratingsector

De geraadpleegde contribuanten, instellingen en belanghebbenden hebben unaniem gesteld dat mogelijke belangenconflicten bij het toekennen door ratingbureaus van ratings aan gestructureerde producten, niet zijn voorkomen noch op bevredigende wijze zijn aangepakt.

3.2. Kwaliteitsgebrek in methoden en ratings

In de tweede helft van 2007 en het eerste kwartaal van dit jaar zijn heel wat ratings neerwaarts herzien ten opzichte van de eerste helft van 2007. Daaruit blijkt duidelijk dat de ratings die vóór het begin van de onrust zijn toegekend te optimistisch waren en de marktomstandigheden van de onderliggende activa niet weerspiegelden. Een van de oorzaken is hoogstwaarschijnlijk de ontoereikende kwaliteit van de methoden die ratingbureaus voor de afgifte van ratings hanteren.

3.3. Gebrek aan transparantie in de activiteiten van ratingbureaus

Ratingbureaus communiceren niet nauwkeurig genoeg over de kenmerken en beperkingen van ratings voor gestructureerde financieringsproducten. Ze verstrekken ook onvoldoende informatie over de kritische aannamen van modellen. Dat gebrek aan informatie maakt het voor marktdeelnemers moeilijk te begrijpen wat ratings betekenen. Ratingbureaus verstrekken weliswaar informatie over de prestaties van hun ratings, maar met deze informatie is het niet gemakkelijk de prestaties van ratingbureaus onderling te vergelijken.

4. DOELSTELLINGEN

Om de hierboven omschreven problemen aan te pakken, moeten drie specifieke doelstellingen in concrete vereisten worden omgezet.

- (1) Ervoor zorgen dat ratingbureaus belangenconflicten op passende wijze beheren.
- (2) Ervoor zorgen dat ratingbureaus de kwaliteit van hun ratingmethoden en ratings bewaken.
- (3) De transparantie van ratingbureaus vergroten.

Er is ook een ruimere, overkoepelende doelstelling, namelijk ervoor te zorgen dat ratingbureaus in de hele Europese Unie beter voldoen aan de maatregelen die genomen zijn om de onderkende problemen te verhelpen.

5. BELEIDSOPTIES

Met het oog op de bovenstaande doelstellingen zijn een aantal opties onderzocht.

5.1. Beleidsopties voor concrete vereisten

5.1.1. *"Ervoor zorgen dat ratingbureaus belangenconflicten op passende wijze beheren"*

Er moeten verschillende kwesties worden aangepakt.

1. De algemene manier waarop met belangenconflicten wordt omgegaan.
2. Belangenconflicten die ontstaan door adviesactiviteiten van ratingbureaus.
3. Communicatie tussen ratinganalisten en de beoordeelde entiteit.
4. Onafhankelijkheid van personen die bij het ratingproces betrokken zijn.
5. "Shopper naar ratings".
6. Analisten die gaan werken bij uitgevende instellingen waaraan ze een rating hebben toegekend.

5.1.2. *"Ervoor zorgen dat ratingbureaus de kwaliteit van hun ratingmethoden en ratings bewaken"*

Er moeten verschillende kwesties worden aangepakt.

1. Kwaliteit van de methoden, modellen en aan ratings ten grondslag liggende aannamen.
2. Toezicht op het toekennen van ratings.
3. Effect van veranderingen in de methoden.
4. Kwaliteit van de voor het toekennen van ratings gebruikte informatie.
5. Personeelszaken.
6. Effect van marktontwikkelingen en macro-economische verwachtingen.

5.1.3. *"De transparantie van ratingbureaus vergroten"*

Er moeten verschillende kwesties worden aangepakt.

1. De transparantie van interne processen en procedures.
2. De inhoud van ratings.
3. Verschillende aanpak voor het toekennen van ratings aan gestructureerde financiering.

4. Prestatiestatistieken van ratingbureaus.

5.2. Instrumenten ter uitvoering van de beleidsopties

Het algemene doel is ervoor te zorgen dat ratingbureaus in de hele Europese Unie beter voldoen aan de maatregelen die genomen zijn om de onderkende problemen te verhelpen. Daartoe worden de volgende opties onderzocht.

Optie 1: Zelfregulering, bestaande uit:

- a) de IOSCO-gedragscode;
- b) het witboek van de sector – er zou van worden uitgegaan dat de ratingbureaus zelf geschikte oplossingen voor de bovenvermelde problemen en zorgpunten zouden vinden⁷;
- c) aanvullende initiatieven van individuele ratingbureaus – verschillende ratingbureaus hebben aan de toezichthouders en de markt verbeteringen voorgesteld en hebben zich individueel gecommitteerd die in hun interne werkwijzen en procedures te integreren.

Optie 2: Een Europese gedragscode voor ratingbureaus. Daarbij zouden bedrijven uit de sector zich ertoe verbinden vrijwillig een reeks normen na te leven en de aanbevelingen van een toezichthoudend orgaan te aanvaarden en in acht te nemen. Die toezichthouder zou ook controleren of de ondertekenaars zich aan de gedragscode houden.

Optie 3: Een aanbeveling van de Commissie waarin de normen zouden worden bepaald die ratingbureaus zouden moeten naleven om in de EU actief te kunnen zijn – dezelfde normen als in optie 4 (wetgeving). De normen zouden voortbouwen op de herziene IOSCO-code en de aanbevelingen van het CEER en de EDEM en aangevuld worden met normen die de Commissie van essentieel belang vindt.

Optie 4: EU-wetgeving ter instelling van een breed regelgevingskader dat van toepassing is op alle bestaande (en toekomstige) ratingbureaus die in Europa werkzaam zijn en waarvan de ratings voor regelgevingsdoeleinden gebruikt worden, bijvoorbeeld in het kader van de Richtlijn Kapitaalvereisten⁸. Dat voorstel zou inhouden dat voorwaarden zouden worden bepaald voor de afgifte van ratings en dat een registratieprocedure en extern toezicht door EU-toezichthouders zouden worden ingevoerd.

6. EFFECTBEOORDELING

Omdat de beleidsopties die gericht zijn op de doelstellingen 1 tot 3 technisch en gedetailleerd zijn, worden de specifieke effecten ervan niet in deze samenvatting maar wel in het verslag uiteengezet. Hier onderzoeken wij alleen de verschillende handhavingsmethoden.

Zelfregulering

⁷ In januari 2008 hebben de vijf voornaamste ratingbureaus ter attentie van de regulatoren een witboek opgesteld met 12 voorstellen om de IOSCO-gedragscode te verbeteren met betrekking tot onafhankelijkheid, kwaliteit en transparantie van ratings.

⁸ Richtlijn 2006/48/EG van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2006 betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen (herschikking).

De IOSCO-code voldoet niet aan de beleidsdoelstellingen. De manier waarop ratingbureaus met belangenconflicten omgaan, zou niet veranderen en dus even ongeschikt blijven. Ratingbureaus zouden niet verplicht zijn hun methoden en de kwaliteit van hun ratings te verbeteren. De transparantie van ratingbureaus zou niet toenemen en de bevoegde autoriteiten zouden niet over toezichts- of handhavingsmechanismen beschikken. Het witboek van de sector en andere initiatieven zijn erg soepel voor ratingbureaus aangezien zij aan nieuwe vrijwillige vereisten zouden kunnen worden aangepast. Maar ze zouden niet doeltreffend zijn omdat ze geen streng mechanisme voor nalevingscontrole inhouden. Bovendien zouden ze geen garantie bieden op een gemeenschappelijk kader. Sinds 2006 wordt zelfregulering uitgetoetst, met verre van aanvaardbare resultaten.

Een Europese gedragscode

Deze oplossing zou zeer soepel zijn omdat ratingbureaus het "pas toe of leg uit"-principe zouden kunnen hanteren. Ze biedt het voordeel in een toezichthoudend orgaan te voorzien, dat weliswaar geen handhavingsbevoegdheid zou hebben en dus weinig doeltreffend zou zijn. Deze optie zou voor een betrouwbaar gemeenschappelijk kader zorgen, maar er zou geen noemenswaardige rechtszekerheid mee worden bereikt. Het resultaat zou niet aan de beleidsdoelstellingen voldoen.

Een aanbeveling van de Europese Commissie

Deze oplossing zou eraan bijdragen dat een gemeenschappelijk kader wordt ingevoerd, althans wat de referentiecriteriën betreft waaraan ratingbureaus zouden moeten voldoen. Er zou echter geen handhavingsmechanisme aan gekoppeld zijn en de beleidsdoelstellingen zouden dan ook maar in beperkte mate worden gehaald.

Wetgeving

Als de EU niet optreedt maar het huidige stelsel van op de IOSCO-code gebaseerde zelfregulering handhaaft, dreigt er een wettelijke regeling voor ratingbureaus te ontstaan die over de 27 lidstaten versnipperd is. EU-wetgeving daarentegen zou voor alle marktdeelnemers in de Gemeenschap een gelijk speelveld garanderen. Een wetgevingsvoorstel zou een stelsel van "zorgvuldig toezicht" en een krachtdadig handhavingsmechanisme omvatten en zou daarom garanderen dat de beleidsdoelstellingen worden gehaald. Het zou de zekerheid bieden dat het voorgestelde kader voor de afgifte van ratings naar behoren zou worden uitgevoerd en dat de naleving ervan nauwlettend zou worden gecontroleerd en krachtdadig zou worden gehandhaafd.

7. VERGELIJKING VAN DE OPTIES - CONCLUSIES

Na grondige afweging van de effecten, voor- en nadelen van alle specifieke beleidsopties in vergelijking met het basisscenario, kunnen de volgende conclusies worden getrokken.

Om doelstelling 1 te halen (Ervoor zorgen dat ratingbureaus belangenconflicten op passende wijze beheren), moeten ratingbureaus er zorg voor dragen dat zij alle bestaande en potentiële belangenconflicten onderkennen en ofwel oplossen, ofwel op passende wijze aanpakken en bekendmaken. Om de veranderingen in hun bedrijfscultuur en interne beleid te ondersteunen, moeten zij op het gebied van governance specifieke interne regelingen invoeren. Ratingbureaus mogen geen consultancy of adviesverlening meer aanbieden. Ratinganalisten moeten van de commerciële aspecten van ratingactiviteiten worden afgeschermd en aan

strengere regels onderworpen worden wat communicatie met cliënten betreft. Wanneer analisten voor een voormalig cliënt gaan werken, moeten daarvoor specifieke vrijwaringsregels gelden. Ten slotte moeten cliënten van ratingbureaus ontmoedigd worden om naar ratings te shoppen, wat een schadelijke praktijk is.

Om doelstelling 2 te halen (Ervoor zorgen dat ratingbureaus de kwaliteit van hun ratingmethoden en ratings bewaken), moeten ratingbureaus nauwgezette, systematische en consistente methodes hanteren die in het verleden hun deugdelijkheid bewezen hebben. Methoden, modellen en belangrijke aan ratings ten grondslag liggende aannamen moeten up-to-date worden gehouden en geregeld en grondig worden geëvalueerd. Er moet een interne controlefunctie worden ingesteld om te controleren of de regels ter zake worden nageleefd. Wijzigingen in ratingmethoden moeten er automatisch toe leiden dat alle relevante bestaande ratings worden overgedaan. Ratingbureaus moeten ook de afzonderlijke ratings voortdurend bewaken en bijwerken. Er is meer transparantie nodig om de gebruikers van ratings inzicht te bieden in het due-diligenceonderzoek van de activagegevens waarmee in de ratings rekening wordt gehouden. Ratingbureaus moeten hun personeelsbezetting openbaar maken om strikter markttoezicht mogelijk te maken.

Om doelstelling 3 te halen (De transparantie van ratingbureaus vergroten), moet voor ratingbureaus een algemene transparantieplicht gelden betreffende de werking van hun interne processen en procedures, en moet van hen vereist worden dat zij een jaarlijks transparantieverslag publiceren. Gebruikers van ratings moeten geïnformeerd worden over de uitgevoerde analyses en de eventuele beperkingen en specifieke risico's die daaraan verbonden zijn. Ratingbureaus moeten ook verschillende ratingcategorieën gebruiken voor gestructureerde en traditionele schuldinstrumenten, ofwel beleggers aanvullend informeren wanneer het om gestructureerde financieringsproducten gaat. Er moeten statistieken worden bijgehouden over de in het verleden geleverde prestaties. Hierbij moet met meetbare grootheden worden gewerkt, zodat marktspelers met elkaar kunnen worden vergeleken.

Bij wetgeving wordt een registratieprocedure voor ratingbureaus ingesteld om ervoor te zorgen dat hun ratings gebruikt kunnen worden door kredietinstellingen, beleggings- en verzekeringsondernemingen, collectieve beleggingsfondsen en pensioenfondsen binnen de Gemeenschap. In de hele Europese Unie moet de naleving van de vereisten efficiënt en effectief worden gecontroleerd (**overkoepelende doelstelling**). De registratie moet door de bevoegde autoriteiten van de lidstaten worden uitgevoerd, maar alle toezichthouders van de lidstaten moeten via het CEER hun mening kunnen vertolken. Het dagelijkse toezicht wordt door de bevoegde autoriteiten van de lidstaten verzorgd. Om tot een gezamenlijke toezichtscultuur en een efficiënte netwerkbenadering te komen, is het absoluut noodzakelijk dat de nationale toezichthouders nauw met elkaar samenwerken en dat het CEER als coördinator optreedt. Nationale toezichthouders moeten gemachtigd worden om efficiënte sancties op te leggen wanneer ratingbureaus zich niet aan de regels houden. Nogmaals, het CEER moet een belangrijke rol krijgen in de ontwikkeling van een gezamenlijke handhavingscultuur.