

Vergaderjaar 2008–2009

31 371

Kredietcrisis

Nr. 137

BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 6 maart 2009

Tijdens het AO van 6 november jl. (31 371, nr. 60) heb ik naar aanleiding van een vraag van de heer Tang toegezegd in de voorbereiding op de Ecofin-vergadering over *Credit Rating Agencies* (CRA's) in te zullen gaan op de figuur van concurrentie tussen publieke en private CRA's (*de facto* het opzetten van een publieke CRA).

Voorafgaand aan de specifieke voor- en nadelen die ik zie bij het opzetten van een publieke CRA, zou ik de kanttekening willen plaatsen dat we niet moeten vergeten waar we vandaan komen: een internationale financiële wereld waarin CRA's amper gereguleerd waren en waarin zij niet onderhevig waren aan een streng toezichtregime. De recente geschiedenis heeft fundamentele problemen aan het licht gebracht in deze ongereguleerde CRA-markt, onder andere op het gebied van belangenconflicten en gebrek aan transparantie. Het kabinet vindt daarom regelgeving op Europees niveau ten aanzien van CRA's noodzakelijk en wenselijk. In dit kader is het goed dat in de Europese Unie het initiatief is genomen om strikte regelgeving en toezicht in te voeren.

Hieronder zal ik ingaan op enkele voor- en nadelen die verbonden zijn aan het figuur van de publieke CRA.

Voordelen

1. *Oplossing van het belangenconflict van het «issuer-pays-model»*
Misschien wel het belangrijkste voordeel dat ik zie bij het opzetten van een publieke CRA is de oplossing voor het fundamentele belangenconflict in de CRA-markt waarbij de uitgever van het schuldpapier, aandelen of gestructureerde producten tegelijkertijd de betalende partij is voor de credit rating. Deze partij heeft een belang bij een zo hoog mogelijke credit rating en het risico bestaat dat er (in)direct druk wordt uitgeoefend op de private CRA, welke weer een belang heeft bij deze en eventuele toekomstige opdrachten. De praktijk heeft uitgezeten dat het reputatierisico in een ongereguleerde markt onvol-

doende sterke prikkels creëert om een negatieve impact op de kwaliteit van credit ratings tegen te gaan.¹ Dit punt wordt soms ten onrechte gegeneraliseerd door te stellen een publieke CRA vrij zou zijn van *alle* belangenconflicten (zie nadeel 1). Van belang is overigens dat een publieke CRA niet de enige mogelijke oplossing vormt voor het «*issuer-pays-model*»-probleem. In dit kader verwacht ik dat de CRA verordening binnen drie jaar zal leiden tot een uitgebreide analyse door de Europese Commissie van de geschiktheid van het «*issuer-pays-model*».

2. Concurrentie

De invoering van regelgeving en toezicht kan op gespannen voet komen te staan met het bestrijden van te sterke machtsposities van CRA's en het bevorderen van concurrentie tussen CRA's, omdat de markttoetreding door onproportioneel zware eisen belemmerd kan worden. Ik heb de Tweede Kamer eerder geïnformeerd dat onze inzet is om tijdens de onderhandelingen waar mogelijk proportionaliteit in regulering aan te brengen en een regime te introduceren, waarbij een aantal eisen is afgestemd op de omvang en bereik van de activiteiten van kleinere CRA's. Op dit moment is nog onduidelijk wat het effect van een dergelijk proportioneel regime uiteindelijk zal zijn. Nederland heeft dan ook een evaluatiebepaling voorgesteld om de impact van de verordening op de marktconcentratie binnen drie jaar door de Commissie te laten onderzoeken. Het opzetten van een publieke CRA zou een ander middel kunnen zijn om concurrentie in de CRA-markt te intensiveren en indirect invloed uit te oefenen op de kwaliteit van private credit ratings. Wanneer een dergelijke publieke CRA ratings van hogere kwaliteit zou afgeven, worden de prikkels voor kwaliteitsverbetering bij private CRA's versterkt. De vraag is echter of dit per definitie het geval is (zie nadeel 2).

Nadelen

1. Nieuwe belangenconflicten

Men kan zich afvragen of een publieke CRA volledig vrij zou zijn van potentiële belangenconflicten. Het meest voor de hand liggende belangenconflict is een hogere credit rating afgegeven op nationale staatsobligaties. Zou de publieke CRA altijd zuivere ratings afgeven als de eigen financiële sector onder druk staat, de auto-industrie in zwaar weer komt of op een andere manier nationale belangen in het geding zijn? In de praktijk zal het ook bij publieke CRA's niet eenvoudig zijn om belangenconflicten te vermijden.

2. Expertise

Het is geen vanzelfsprekendheid dat een publieke CRA kwalitatief betere ratings afgeeft dan private CRA's die binnenkort aan strenge regelgeving voldoen en onder toezicht zijn gesteld. Zo zijn de rating-methodologie en modellen van groot belang voor de kwaliteit van ratings en lijkt in het algemeen de particuliere sector dergelijke modellen sneller te kunnen verbeteren en aanpassen aan nieuwe ontwikkelingen in de markt dan de publieke sector. Bovendien kan het opbouwen van voldoende expertise met veel tijd en geld gepaard gaan.

3. Aansprakelijkheid

In de afgelopen jaren is door beleggers ten onrechte veel vertrouwd op credit ratings en te weinig eigen onderzoek verricht. De eigen verantwoordelijkheid voor investerings- en beleggingsbeslissingen moet naar mijn mening dan ook centraal blijven staan. De CRA-verordening gaat uit van een verbod op interventie in individuele credit ratings

¹ Zo wees een in 2008 door het CFA Institute onder haar leden uitgevoerde enquête uit dat 211 van de 1956 respondenten in de praktijk ervaring hadden met een door de CRA aangepaste credit rating in reactie op externe druk.

(bijv. om een «*national champion*» te beschermen) en de rating methodologie zelf om te voorkomen dat een toezichthouder een directe of impliciete kwaliteitsstempel afgeeft op credit ratings die waarschijnlijk niet waargemaakt kan worden en met aansprakelijkheid gepaard kan gaan. Ook de publieke CRA kan ertoe leiden dat teveel op credit ratings vertrouwd wordt in plaats van het uitvoeren van een degelijke eigen beleggingsanalyse. Dit nog afgezien van het feit dat publieke CRA's mogelijk aansprakelijk zouden kunnen worden gesteld voor foutieve credit ratings.

4. *Kosten*

De kosten van een publieke CRA die zich alleen op Europese financiële producten zou richten moeten niet worden onderschat. S&P had in 2007/8 ongeveer 1000 werknemers nodig voor een marktpenetratie van 79% van het totale gerate Europese schuldpapier. De baten van een publieke CRA zullen in ieder geval moeten opwegen tegen dergelijke kosten.

5. *Internationale aspecten*

Zoals u weet zijn investeringen van de Europese financiële sector en de credit rating markt zelf niet beperkt tot de Europese markt. Wil er daadwerkelijk sprake zijn van de bepleite concurrentie tussen een publieke CRA en private CRA's, dan zouden de activiteiten van een dergelijke publieke CRA ook andere regio's moeten omvatten. Om de kwaliteit van dergelijke internationale ratings te waarborgen zal in veel gevallen lokale expertise, taalvaardigheden, etc. noodzakelijk zijn. Dit maakt op het opzetten van publieke CRA die de globale credit rating markt omvat niet eenvoudig.

Het bovenstaande laat zien dat ook de publieke CRA geen panacee is. In haar *impact assessment* voor de CRA verordening concludeert de Commissie m.i. terecht dat «*This model has its own disadvantages: it is not free from own conflicts of interest (governments are rated entities too); it is also considered that it could severely hamper the innovation within the financial markets and it is a costly proposition involving taxpayers' money*».

Toch ben ik het met de heer Tang eens dat het gebruik van publieke CRA's op de wat langere termijn niet mag worden uitgesloten. Alleen van het feit dat een publieke CRA als serieuze optie overwogen kan worden kan al druk uitgaan op private CRA's om kwalitatief betere credit ratings af te geven.

In dit kader is het goed dat de CRA verordening waarschijnlijk de mogelijkheid biedt voor centrale banken om, onder bepaalde voorwaarden, credit ratings voor regelgevingdoeleinden af te geven. Mocht op termijn blijken dat de internationaal ingezette trend van regelgeving en toezicht op CRA's onvoldoende effect zou sorteren, wat ik overigens niet verwacht, dan is dit een optie die niet bij voorbaat uitgesloten zou moeten worden. Ik vertrouw er op u hiermee voldoende te hebben geïnformeerd.

De minister van Financiën,
W. J. Bos