

Credit Rating Agency Liability in Europe

Bespreking van het proefschrift van mr. D.J. Verheij

*Mr. drs. S.M. Peek**

1 Inleiding

Credit rating agencies of kredietbeoordelaars zijn wekelijks in het nieuws. Met verhogingen of verlagingen van de kredietstatus van bepaalde landen of specifieke ondernemingen en door hen uitgegeven obligaties, aandelen of andere financiële instrumenten. Ondanks het grote belang van de kredietbeoordelingen voor de markt is er in de juridische literatuur tot nu toe beperkte aandacht voor ratingbureaus en hun rechten, plichten en aansprakelijkheden geweest. Het recente proefschrift van Dorine Verheij brengt daar verandering in. Verheij deed onderzoek naar aansprakelijkheid van kredietbeoordelaars in Europa en schreef daarover het proefschrift *Credit Rating Agency Liability in Europe: Rating the Combination of EU and National Law in Rights of Redress*.¹

Een *credit rating* is een oordeel over de kredietwaardigheid van een entiteit, oftewel een inschatting van het risico dat die entiteit in het algemeen of ten aanzien van een uitgegeven instrument uiteindelijk niet in staat zal zijn aan haar financiële verplichtingen te voldoen. Dit oordeel wordt weergegeven in een lettercombinatie, grofweg variërend van AAA voor de hoogste graad tot D voor de laagste graad van kredietwaardigheid. Plussen en minnen dienen ter verdere nuancering. Op deze waarderingen, die soms wettelijk vereist zijn, hebben ratingbureaus veel kritiek gekregen in de context van de financiële crisis. Zij zouden te hoge ratings hebben afgegeven en zo een relevante rol hebben gehad in de totstandkoming van de crisis.

Deze kritiek op ratingbureaus heeft de aanleiding gevormd voor het proefschrift van Verheij. In het kader van haar promotie geeft zij aan dat:

‘[d]e eerste ideeën voor dit doctoraatsonderzoek ontstonden in de nasleep van de wereldwijde financiële crisis. Op dat moment ontwikkelde de wetgever van de Unie regels die de partijen aanspraken die verantwoordelijk werden ge-

acht voor de crisis, om de financiële markten te stabiliseren en een nieuwe financiële crisis te voorkomen.’

Haar studie heeft zich toegespitst op het volgens haar meest prominente voorbeeld van een pan-Europese regel rond wettelijke aansprakelijkheid in de financiële sector na de crisis: de rechtsgrondslag voor de wettelijke aansprakelijkheid van ratingbureaus op grond van art. 35a van de zogenoemde Ratingbureauverordening.

Gelet op het wezenlijke belang van ratingbureaus voor de werking van de financiële markten, zijn zij met de introductie op 16 september 2009 van Verordening (EG) nr. 1060/2009 inzake ratingbureaus (hierna ook: de CRA Verordening) onderworpen aan EU-wetgeving. Deze moest ervoor zorgen dat ratings die door in de Gemeenschap geregistreerde ratingbureaus worden afgegeven van toereikende kwaliteit zijn en afgegeven zijn door ratingbureaus die aan strenge vereisten zijn onderworpen. Met Verordening (EU) nr. 462/2013 tot (nader) wijziging van de CRA Verordening is in art. 35bis oftewel art. 35a² een recht op schadevergoeding ingevoerd voor beleggers en uitgevende instellingen die schade lijden als gevolg van ratings afgegeven in strijd met de verordening.

De kernvraag die Verheij zich in het proefschrift heeft gesteld, zoals beschreven in hoofdstuk 1, is of dit art. 35a CRA Verordening zijn postcrisisdoel bereikt om voor uitgevende instellingen en beleggers een adequaat verhaalsrecht te bieden tegenover ratingbureaus, of dat hun aansprakelijkheid op een andere manier zou moeten worden geregeld.³

Dat is op dit moment nog steeds een actuele vraag. De kredietwaardigheid van uitgevende instellingen en overheden schommelt als gevolg van de invasie van Oekraïne door Rusland, het wankelende vertrouwen van consumenten en beleggers door de stijgende inflatie en de twijfels rondom de wijze van bereke-

* Mr. drs. S.M. Peek is advocaat bij bureau Brandeis te Amsterdam. Zij bedankt Felix Wolthuis Scheeres en Kin Foon Liew voor de ondersteuning bij dit artikel.

1 D.J. Verheij, *Credit Rating Agency Liability in Europe: Rating the Combination of EU and National Law in Rights of Redress* (Meijers-reeks), Den Haag: Eleven International Publishing 2021.

2 Hoewel in de Nederlandse versie van de CRA Verordening (als gewijzigd) gesproken wordt van art. 35bis, wordt in dit artikel gesproken van art. 35a, zoals in de Engelstalige CRA Verordening en ook in het proefschrift van Verheij wordt gehanteerd.

3 Verheij 2021, p. 6.

ning van klimaat- en milieurisico's. Ratingbureaus worden nog altijd bekritiseerd om hun handelwijze, ook in Europa, en ook toezichhouders blijven wijzen op zogenoemd kredietbeoordelingsrisico.⁴ Hoewel bij ratingbureaus al gauw wordt gedacht aan de Amerikaanse Moody's Investors Service, Standard & Poor's en Fitch Ratings, is toch ook in de EU een vijftigtal ratingbureaus geregistreerd of gecertificeerd, gezien de lijst die de Europese Autoriteit voor effecten en markten, ESMA, publiceert.⁵ Sinds 2014 heeft ESMA bovendien zo'n twintig beslissingen uitgevaardigd waarin zij een boete of publieke aanzegging aan een ratingbureau heeft opgelegd vanwege inbreuk op de CRA Verordening.⁶

Waarom het voor uitgevende instellingen en beleggers toch nog een uitdaging blijkt om op hun beurt schade als gevolg van dergelijke inbreuken te verhalen, volgt uit het onderzoek van Verheij. Daarin plaatst zij ten eerste art. 35a CRA Verordening in de bredere Europeesrechtelijke en ratingbureau-specifieke context, beschrijft zij ten tweede vanuit juridisch perspectief en vanuit de wisselwerking tussen EU-recht en nationaal privaatrecht de interpretatie en toepassing van art. 35a CRA Verordening, en bekijkt zij ten derde vanuit een normatief kader hoe het huidige aansprakelijkheidsregime zou kunnen worden verbeterd. Een en ander wordt hierna achtereenvolgens kort besproken.

2 EU-rechtelijke invloed op civiele aansprakelijkheid

Verheij schetst allereerst in hoofdstuk 2 van het proefschrift de impact van Europese regelgeving, zoals verordeningen, richtlijnen alsook beslissingen van het Hof van Justitie van de EU, op de regels rond civiele aansprakelijkheid en verhaalsrechten. Zij gaat daarbij in het bijzonder in op voorbeelden uit het Europese financieel recht. Zij legt uit dat de introductie van art. 35a CRA Verordening deel uitmaakt van een brede tendens naar een grotere invloed van het EU-recht op het civiele aansprakelijkheidsrecht, waarbij nationale aansprakelijkheidsregimes een belangrijke rol blijven vervullen.

De bevoegdheidsverdeling tussen de EU en de lidstaten wordt in het algemeen gebaseerd op art. 5 lid 2 Verdrag betreffende de Europese Unie (VEU). De EU handelt enkel binnen de grenzen van de bevoegdheden die haar door de lidstaten in de verdragen zijn toegedeeld om de daarin bepaalde doelstellingen te verwezenlijken. Europees wetgevend optreden in het privaatrecht kan worden gebaseerd op sectorspecifieke bevoegdheid. In het kader van de CRA Verordening wordt de bevoegdheid in het algemeen gebaseerd op art. 114 Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (VWEU). Op grond van dit artikel kan nationaal privaatrecht worden gehar-

moniseerd indien dit noodzakelijk is voor het functioneren van de interne markt.

Het Europese recht houdt geen volledige rechtsorde in, zo beschrijft Verheij. Het vertrouwt voor handhaving van EU-rechten in principe op de nationale rechtsorden en nationale rechtbanken. Voor de op EU-niveau neergelegde aansprakelijkheid van ratingbureaus is dit evenwel anders. Art. 35a CRA Verordening schept niet enkel rechten en verplichtingen op EU-niveau, maar regelt ook de remedie, namelijk schadevergoeding.

Om de invloed van EU-recht op de civiele aansprakelijkheid te analyseren, dienen drie situaties onderscheiden te worden, aldus Verheij:

1. situaties waarin handhaving van EU-recht volledig aan de lidstaten wordt overgelaten;
2. situaties waarin EU-recht de lidstaten verplichtingen oplegt met betrekking tot civiele aansprakelijkheid of de toepassing van hun nationale aansprakelijkheidsregime;
3. situaties waarin het EU-recht rechtstreeks rechten schept tot schadevergoeding.⁷

Naar jurisprudentie van het Hof van Justitie van de EU moet in het geval van schending van EU-recht in situatie 1 de benadeelde het recht hebben om schadevergoeding te vorderen. Dit betekent niet dat lidstaten hieraan geen voorwaarden mogen verbinden, maar deze moeten wel verenigbaar zijn met het EU-recht. Hier kan het effectiviteitsbeginsel invloed hebben op de aansprakelijkheidsprocedure. In situatie 2 besteedt het EU-recht wel expliciet aandacht aan de civiele aansprakelijkheid, maar moet een vordering toch worden gebaseerd op het nationale regime. De bepalingen harmoniseren niet de voorwaarden voor civiele aansprakelijkheid, maar bepalen op welke schendingen van het EU-recht het nationale aansprakelijkheidsregime van toepassing is. In situatie 3 wordt een verhaalsrecht gecreëerd waarop een beroep kan worden gedaan tegen andere private partijen voor de nationale rechtbank. Hier geldt directe horizontale werking.

Verheij wijst erop dat er op dit moment twee toepassingen bestaan van deze directe horizontale werking: art. 35a CRA Verordening en art. 82 Algemene verordening gegevensbescherming (AVG), waarbij art. 82 AVG de weg echt vrijmaakt voor geharmoniseerde regelgeving voor civiele aansprakelijkheid op EU-niveau.⁸ Art. 35a CRA Verordening is typerend voor de aanpak van civiele aansprakelijkheid door de Uniewetgever op het gebied van financieel recht. De invloed van het Europese recht is er groot, zegt Verheij, maar de nationale aansprakelijkheidsregels blijven een grote rol spelen.

Hoewel het nuttig is dit bredere EU-rechtelijke kader te kennen waarin art. 35a CRA Verordening is ingebed, wordt het

⁴ Zie bijv. D. Vink, M. Nawas & V. van Breemen, Security Design and Credit Rating Risk in the CLO Market (DNB Working Paper nr. 643), 1 juli 2019.

⁵ Zie www.esma.europa.eu/supervision/credit-rating-agencies/risk.

⁶ Zie www.esma.europa.eu/supervision/enforcement/enforcement-actions.

⁷ Verheij 2021, p. 35.

⁸ Verheij 2021, p. 72-73.

proefschrift voor een praktijkjurist geïnteresseerd in het effectief kunnen aanspreken van ratingbureaus mijns inziens nog interessanter vanaf hoofdstuk 3 over de regels voor ratingbureaus en de vormgeving van hun aansprakelijkheid.

3 Regulering van de ratingindustrie

De achtergrond van de kredietbeoordelingsindustrie en het regelgevend kader voor ratingbureaus komen aan de orde in hoofdstuk 3 van het proefschrift. Interessant is te beseffen dat de ratingindustrie is ontstaan in het midden van de negentiende eeuw. Na de financiële crisis van 1837 in de Verenigde Staten ontstond behoefte aan informatie over de kredietwaardigheid van contractspartijen of partijen waaraan een lening werd verstrekt die men niet persoonlijk of uit het netwerk kende. Naast de eerste bureaus die kredietrapporten uitbrachten, verstrekten ook de financiële pers kredietinformatie. Zo zijn Moody's, Standard & Poor's en Fitch van origine alle drie uitgever. Langzamerhand hebben kredietbeoordelingen hun intrede gedaan in de financiële regelgeving.

Sinds de financiële crisis van 2008 kwamen kredietbeoordelaars zoals gezegd in opspraak. Producten met een AAA-rating (of een soortgelijke rating), wat betekent dat het gaat om kredietwaardige investeringen met weinig risico, bleken toch van veel minder waarde te zijn. Mogelijke oorzaken zijn de beperkte concurrentie, belangenconflicten door het verdienmodel en de beperkte stimulatie in de wetgeving. In de Verenigde Staten bleef aansprakelijkstelling van ratingbureaus lastig, mede door de meer prominente rol van de vrijheid van meningsuiting. In Australië werd op basis van jurisprudentie aansprakelijkstelling mogelijk geacht. Ook in Europa werd na de crisis de regelgeving aangescherpt.

Verheij beschrijft vervolgens het toepassingsgebied van de Europese CRA Verordening.⁹ De CRA Verordening is van toepassing op kredietbeoordelaars die zijn geregistreerd in de EU en waarvan de ratings worden gepubliceerd of in abonnementsvorm worden verstrekt. De verordening moet het overmatig vertrouwen in kredietbeoordelaars beperken; professionele partijen mogen niet blindelings vertrouwen op deze ratings. Daarnaast bevat de CRA Verordening ook tal van materiële regels voor de afgifte van ratings; de inbreuken opgesomd in bijlage 3 waarop aansprakelijkheid kan zien, zijn gebaseerd op deze regels. Handhaving van de verplichtingen uit de CRA Verordening geschiedt door ESMA. Zo kan ESMA voor inbreuken uit bijlage 3 van de CRA Verordening boetes opleggen op grond van art. 36a CRA Verordening, het publiekrechtelijke equivalent van art. 35a.

Het onderzoek van Verheij heeft zoals aangegeven een beschrijvend en normatief karakter. Niettemin had een uitwerking van enkele van de handhavingzaken van ESMA de relevantie voor de procespraktijk in mijn ogen verder kunnen onderstrepen. Dergelijke voorbeelden maken het vaak nog tast-

baarder hoe een inbreuk eruit kan zien en stimuleren tot nadenken over hoe dit vervolgens zou kunnen leiden tot een effectieve aansprakelijkstelling. Zo werd onlangs Moody's UK beboet voor € 2.735.000 in verband met een onvoldoende bekendgemaakt belang van Berkshire Hathaway, het investeringsvehikel van superinvesteerder Warren Buffett in zowel Moody's Group als Northern Powergrid (Yorkshire) Ltd, waarvoor Moody's UK een rating had afgegeven. Toch interessant om dan te bekijken in hoeverre dit effect kan hebben gehad op de kredietbeoordeling en in hoeverre de uitgevende instelling NPY of beleggers daarvan schade kunnen hebben ondervonden.

Verheij merkt nog op dat de meningen over civiele aansprakelijkheid verdeeld waren tijdens de consultatie van de ontwerpverordening.¹⁰ Zij wijst daarbij op het dilemma tussen enerzijds de wens om beleggersschade door wangedrag van ratingbureaus te compenseren en anderzijds het functioneren van ratingbureaus en de financiële markt als geheel niet aan te tasten. Afgezien daarvan had ik misschien nog een kritische kanttekening verwacht bij het gezochte compromis om over ratingbureau-aansprakelijkheid wel iets te zeggen op EU-niveau, maar toch weg te blijven bij harmonisatie. Want in hoeverre is de bepaling over aansprakelijkheid van ratingbureaus daardoor niet van meet af aan vooral een vorm van signaalpolitiek in plaats van een effectief verhaalsinstrument?

Uiteindelijk is de civiele aansprakelijkheid toch opgenomen en wel in art. 35a CRA Verordening, onder vijf voorwaarden: (1) inbreuk gepleegd in de zin van bijlage 3, (2) opzet of grove nalatigheid, (3) impact op de rating, (4) schade, en (5) met betrekking tot een uitgevende instelling: de inbreuk mag niet zijn veroorzaakt door misleidende of onjuiste informatie die verstrekt is door de uitgevende instelling, en met betrekking tot een belegger: de belegger moet redelijkerwijs op de rating hebben vertrouwd. Toepassing van art. 35a CRA Verordening is aldus sterk afhankelijk van de omstandigheden van het concrete geval. Zo is relevant of er een contractuele relatie bestaat, wat voor soort schade er is geleden, en hoe deze is geleden.

4 Aspecten van internationaal privaatrecht

De kredietbeoordelingsindustrie heeft een wereldwijd karakter en beoordelingen worden veelal gedaan en gebruikt in een grensoverschrijdende context. Bijgevolg zijn de regels van internationaal privaatrecht van groot belang voor de werking van art. 35a CRA Verordening. Verheij bespreekt in dat kader in hoofdstuk 4 drie hoofdvragen:

1. Welke rechter is bevoegd?
2. Welk recht is van toepassing?
3. Hoe kunnen vonnissen ten uitvoer worden geleid?

In de praktijk veelal lastige vragen, die niet alleen maken dat het aanspreken van ratingbureaus een uitdaging is, maar ook

⁹ Verheij 2021, p. 108 e.v.

¹⁰ Verheij 2021, p. 114-116.

veel andere internationale geschillen al in een vroegtijdig stadium doen stranden.

Verheij beschrijft dat voor de beantwoording van vraagstukken van internationaal privaatrecht de kwalificatie van de vordering van belang is. Indien er sprake is van een inbreuk op een contractuele verplichting, dan kunnen nationale rechtbanken op grond van art. 7 lid 1 Verordening Brussel I (herschikking) bevoegd zijn en kan het toepasselijke recht bepaald worden door de Rome I-verordening. Wanneer een bepaalde inbreuk kwalificeert als onrechtmatige daad of als niet-contractueel, dan kunnen nationale rechtbanken bevoegd zijn op grond van art. 7 lid 2 Verordening Brussel I (herschikking) en kan het toepasselijke recht worden bepaald door de Rome II-verordening. Het proefschrift gaat bij vorderingen op grond van art. 35a CRA Verordening uit van dit laatste.

Voor claims op grond van art. 35a CRA Verordening tegen EU-ratingbureaus of hun EU-dochters kan een rechter doorgaans zijn bevoegdheid ontlenen aan forumkeuze (art. 25 Brussel I (herschikking)), de woonplaats van de gedaagde (art. 4 Brussel I (herschikking)) of de plaats waar het schadebrengende feit zich heeft voorgedaan (art. 7 Brussel I (herschikking)). Dit laatste vormt een uitzondering op de hoofdregel van art. 4 Brussel I (herschikking), waarbij de omstandigheden van het geval een grote rol spelen, hetgeen kan leiden tot complicaties. Voor toepassing van Brussel I (herschikking) is het van belang dat de kredietbeoordelaar domicilie heeft in een lidstaat. Indien dit niet het geval is, zal behoudens uitzondering de bevoegde rechter worden bepaald door het recht van die lidstaat (*lex fori*). Daarnaast bestaat de mogelijkheid dat ratingbureaus met uitgevende instellingen of beleggers een forumkeuze zijn overeengekomen, hetgeen Verheij ook uitgebreid bespreekt.

Als een rechter van een lidstaat zich bevoegd heeft verklaard, moet worden beslist welk recht van toepassing is. Verheij acht dit van cruciaal belang, omdat uit art. 35a lid 4 CRA Verordening volgt dat begrippen en onderwerpen die niet zijn gedefinieerd in de CRA Verordening worden geïnterpreteerd en toegepast in overeenstemming met het toepasselijke nationale recht.¹¹ Gezien het uitgangspunt dat het gaat om niet-contractuele verplichtingen, moet voor claims uit hoofde van art. 35a CRA Verordening het toepasselijke recht worden bepaald door Rome II. Omdat Rome II universele toepassing heeft – het recht is van toepassing ongeacht of dit het recht is van een lidstaat –, kunnen er wederom complicaties en discussies ontstaan. Het toepasselijke recht kan worden bepaald door een rechtskeuzeovereenkomst (art. 14 Rome II), de plaats waar de schade zich voordoet (art. 4 lid 1 Rome II (*loci damni* of *Erfolgsort*)), of een kennelijk nauwer verbonden land (art. 4 lid 3 Rome II). Net als bij art. 7 Brussel I spelen bij de hoofdregel van art. 4 lid 1 Rome II de omstandigheden van het geval een grote rol, met alle mogelijke complicaties van dien. In het

bijzonder waar het gaat om het lokaliseren van niet-fysieke financiële schade op een fysieke plek.¹² De zogenoemde *helicopter view* die hierbij veelal wordt toegepast, draagt volgens Verheij niet bij aan de beslechting van geschillen waarbij relevante factoren voor een verband tussen de nationale rechter en de betreffende vordering over verschillende landen verspreid zijn, nu deze aanpak geen fundamentele keuze maakt voor het lokaliseren van financiële schade.

Gelet op het belang voor het functioneren van art. 35a CRA Verordening gaat Verheij nog kort in op erkenning en uitvoering van vonnissen. Art. 36 Brussel I bepaalt dat lidstaten elkaars vonnissen zonder meer moeten erkennen. Deze vonnissen zijn ook uitvoerbaar in andere lidstaten gezien art. 39 Brussel I. De tenuitvoerlegging van een vonnis kan worden belemmerd als de kredietbeoordelaar niet over voldoende financiële middelen beschikt. De CRA Verordening bevat namelijk geen minimale kapitaalvereisten. Dit wordt nog ingewikkelder indien de moedermaatschappij buiten een lidstaat is gevestigd. Er zullen dan wellicht procedures moeten worden gevoerd in derde landen.

De vraagstelling van het onderzoek van Verheij ziet natuurlijk op mogelijk verhaal binnen de EU. Tegelijk signaleert zij ook – heel terecht – dat het toepasselijke recht voor betrokkenen het ankerpunt is van waaruit eis en verweer worden ingestoken en een inschatting van de kans van slagen van een claim wordt gemaakt. Vanuit Europeesrechtelijk perspectief is relevant dat schadelijgende beleggers en uitgevende instellingen ergens in de EU terecht kunnen. Vanuit het perspectief van rechtzoekenden is mijn inziens wellicht nog relevanter in hoeverre bijvoorbeeld een Nederlandse belegger die hier op de markt effecten heeft gekocht met een rating waarbij een inbreuk is gepleegd, bij de Nederlandse rechter schadevergoeding kan vorderen. Het uitdenken van een dergelijk voorbeeld had het hoofdstuk over internationaal privaatrecht mogelijk nog handzamer gemaakt voor de praktijk.

5 Art. 35a-vereisten in rechtsvergelijkend perspectief

Het verhaalsrecht dat art. 35a CRA Verordening op EU-niveau voor uitgevende instellingen en beleggers in het leven roept, kan niet worden toegepast zonder naar de nationale wetgeving te kijken. De uitgebreide en indrukwekkende vergelijking van het Nederlandse, Franse, Duitse en Engelse recht in hoofdstuk 5 van Verheij's proefschrift illustreert de verschillen in interpretatie en toepassing van art. 35a CRA Verordening en hoe deze tot verschillende uitkomsten in juridische procedures kunnen leiden. Daarbij is onderscheid gemaakt tussen situaties waar er wel of geen contractuele relatie bestaat tussen ratingbureau en uitgevende instelling en situaties waar er wel of geen contractuele relatie bestaat tussen ratingbureau en belegger. De vergelijking wordt voorafgegaan door een analyse van het juridisch kader van art. 35a CRA Verordening en de

¹¹ Verheij 2021, p. 177.

¹² Verheij 2021, p. 182-186.

verschillende termen en vereisten die de bepaling meebrengt,¹³ waaronder ‘inbreuk’, toerekening van handelen of nalaten aan ratingbureau, ‘opzettelijk of met grove nalatigheid’, ‘impact’ op een rating en toegebrachte ‘schade’. Daarnaast is gekeken naar aansprakelijkheidsbeperking en verjaringstermijnen.

Bij aanwezigheid van een contractuele relatie lijken de systemen van de onderzochte jurisdicties volgens Verheij op elkaar. De vier staten bieden uitgevende instellingen en beleggers een weg om hun schade te verhalen als het ratingbureau in strijd heeft gehandeld met het contract. Alle vier hanteren ze vergelijkbare maatstaven en normen om te beoordelen of een ratingbureau zijn contractuele verplichtingen heeft geschonden. Nationale rechtbanken beoordelen of ratingbureaus zorgvuldig hebben gehandeld bij het toekennen van een rating. Niet wordt beoordeeld of achteraf gezien een rating juist is. Gezien hun beoordelingsvrijheid bij het afgeven van een rating is de verwachting van Verheij dat een ratingbureau niet snel aansprakelijk zal zijn in een van de vier landen. In hoeverre er in de praktijk sprake is van forumshoppen als het gaat om rechtskeuzebedingen, volgt niet uit het onderzoek, maar is wellicht minder aan de orde gelet op de geconstateerde beperkte verschillen tussen de lidstaten bij contractuele relaties.

Bij afwezigheid van een contractuele relatie verschillen de onderzochte nationale regimes. Zo blijkt uit het onderzoek dat uitgevende instellingen meer verhaalsmogelijkheden hebben dan beleggers. Onder Nederlands en Frans recht hebben uitgevende instellingen de mogelijkheid om hun claim te baseren op het algemene buitencontractuele aansprakelijkheidsrecht. Onder Duits recht kunnen zij hun claim baseren op § 823 (1), § 824 en § 826 BGB (Bürgerliches Gesetzbuch). De rechter moet een afweging maken tussen het belang van de uitgevende instelling en de vrijheid van meningsuiting van een redelijk handelend ratingbureau. Engels recht heeft een meer restrictieve benadering ten opzichte van het civiele aansprakelijkheidsregime. Vanwege de afwezigheid van Engelse jurisprudentie kan Verheij niet met zekerheid zeggen of schadevergoedingsvorderingen van uitgevende instellingen zullen worden toegewezen op grond van laster of dat een ratingbureau jegens hen een zorgplicht heeft.

Ook de mogelijkheden van beleggers verschillen in de vier lidstaten. Onder Nederlands recht kunnen beleggers hun schade verhalen op grond van de algemene onrechtmatige daad (art. 6:162 BW). Voor beleggers is het ook mogelijk om bij ‘solicited ratings’ of ‘structured finance ratings’ een beroep te doen op het leerstuk van oneerlijke handelspraktijken, met alle bewijslastvoordelen die daarbij komen (art. 6:193b en 6:194 BW). Onder Frans recht kunnen beleggers ook via het algemene onrechtmatige-daadsrecht hun schade verhalen. De Franse wetgever gaat echter niet in op de relatie tussen art. 35a CRA Verordening en het Franse recht. Volgens Verheij hebben beleggers naar Engels en Duits recht minder verhaalsmogelijkhe-

den. Deze mogelijkheid is er alleen als het ratingbureau op een zeer verwijtbare manier heeft gehandeld, of in bepaalde uitzonderlijke situaties met betrekking tot financiële instrumenten.

Uit Verheij's rechtsvergelijking volgt kort en goed dat alle vier de rechtsstelsels dezelfde basistest toepassen op de beoordeling van het oorzakelijk verband.¹⁴ Ook gaan ze uit van het basisprincipe dat de persoon die schade heeft geleden in de positie moet worden gebracht alsof het onrechtmatige handelen nooit heeft plaatsgevonden. Hoe dit concreet werkt in de praktijk in de context van ratingbureau-aansprakelijkheid verschilt per rechtsstelsel. Het Franse recht kent de meest flexibele interpretatie en toepassing van art. 35a CRA Verordening, ten voordele van zowel uitgevende instellingen als beleggers. Engels recht heeft de meest restrictieve benadering ten opzichte van het civiele aansprakelijkheidsregime, ten nadele van uitgevende instellingen en beleggers. Het Nederlandse en Duitse rechtssysteem bevindt zich daartussenin.

De rechtsvergelijking heeft voor zowel uitgevende instellingen als beleggers belangrijke verschillen aan het licht gebracht voor wat betreft de invulling van relevante vereisten, zoals de ‘groe nalatigheid’, de toelaatbaarheid van aansprakelijkheidsbeperking en de verjaringstermijn. Het belangrijkste verschil voor uitgevende instellingen zit in de verhaalbare schade. De grootste verschillen voor beleggers zitten in hoe invulling wordt gegeven aan het redelijk vertrouwen en de berekening van de geleden schade. Vanwege de verschillen in benadering van art. 35a CRA Verordening leidt dit volgens Verheij ook tot verschillen in uitkomsten van gerechtelijke procedures. Dit moet wel in perspectief worden geplaatst. De verschillen in interpretatie zijn kleiner bij vorderingen van uitgevende instellingen dan bij vorderingen van beleggers. Ook geldt dat de voorwaarden uit art. 35a CRA Verordening en de nationale interpretaties daarvan restrictief zijn. Schadevergoedingsvorderingen zullen, ongeacht of deze ingediend zijn door beleggers of door uitgevende instellingen, in geen van de rechtsstelsels snel worden gehonoreerd, aldus Verheij.

Daarbij kan naar mijn idee nog worden opgemerkt dat nog afgezien van de verschillen tussen de onderzochte rechtsstelsels het überhaupt een praktische uitdaging zal zijn voor betrokkenen om in een daadwerkelijke procedure aan te tonen dat men voor een beleggingsbeslissing op de desbetreffende kredietbeoordeling is afgegaan, dat er daardoor schade is geleden, en wat die schade dan precies omvat. Net zoals in andere geschillen over beleggingsschade, winstderving en verlies van ondernemingswaarde zullen er ongetwijfeld allerhande economen en waarderingsexperts aan te pas moeten komen om de schade concreet en inzichtelijk te kunnen maken.

¹³ Verheij 2021, p. 204 e.v.

¹⁴ Verheij 2021, p. 429 e.v.

6 Verbeterpunten voor schaderegime in CRA Verordening

In hoofdstuk 6 beantwoordt Verheij de belangrijkste onderzoeksvragen. Zal het postcrisisdoel van een adequaat verhaalsrecht voor uitgevende instellingen en beleggers tegen ratingbureaus worden bereikt, terwijl art. 35a CRA Verordening moet worden geïnterpreteerd volgens verschillende systemen van nationaal recht? Moet de civiele aansprakelijkheid op basis van die analyse anders worden geregeld en, zo ja, op welke manier? Vanuit een normatief kader doet Verheij vier belangrijke observaties.¹⁵

Ten eerste heeft art. 35a CRA Verordening in theorie toegevoegde waarde voor de bescherming van beleggers en uitgevende instellingen. In de praktijk valt dit volgens Verheij tegen. Dit heeft ten minste twee op elkaar inwerkende oorzaken. Art. 35a CRA Verordening heeft een beperkt toepassingsgebied en stelt (te) strenge voorwaarden voor civiele aansprakelijkheid. Ook hangt te veel af van nationale interpretatie en toepassing. De Europese wetgever onderschat het belang van de algemene principes van nationale rechtsstelsels en overschat de grenzen die het EU-recht met zich brengt.

Ten tweede leiden de regels van het Europees internationaal privaatrecht tot onzekerheid bij uitgevende instellingen, beleggers en ratingbureaus. Dit betreft met name de bevoegdheid van rechtbanken en in dat kader onder andere de plaats waar de financiële schade zich heeft voorgedaan, aldus Verheij. Dat gezegd hebbende, kan het ontbreken van een duidelijke keuze voor het lokaliseren van financiële schade naar mijn idee in de praktijk ook ruimte bieden om aanknopingspunten bij de gewenste rechter te bepleiten.

Ten derde bestaat er onzekerheid over de toepassing en interpretatie van enkele voorwaarden van art. 35a CRA Verordening. Dit komt door (1) de onnauwkeurige formuleringen, (2) wrijving tussen de voorwaarden van art. 35a CRA Verordening en de structuur en toepassing van nationale wetgeving, en als laatste (3) onzekerheid over de toepassing van enkele concepten van nationale aansprakelijkheidsregimes.

Ten vierde kunnen de gevonden verschillen tussen Nederlands, Frans, Duits en Engels recht leiden tot aanzienlijke verschillen in gerechtelijke procedures. Deze verschillende uitkomsten moeten in perspectief worden geplaatst, aangezien beleggers en uitgevende instellingen waarschijnlijk niet gemakkelijk zullen slagen met hun schadevergoedingsvordering. Het huidige regime lost het risico op regelgevingsarbitrage niet op, concludeert Verheij.

Naar het oordeel van Verheij moet de rol van nationale wetgeving worden gereduceerd om beleggers en uitgevende instellingen beter te beschermen en rechtszekerheid te bevorderen. Zij raadt aan de structuur van art. 35a CRA Verordening aan

te passen. Ofwel (1) doordat de Europese wetgever gedetailleerdere verplichtingen oplegt aan lidstaten en voorschrijft wanneer uitgevende instellingen en beleggers schade kunnen verhalen via het toepasselijke nationale recht, ofwel (2) door het huidige systeem van art. 35 CRA Verordening uit te breiden en het belang van toepasselijk nationaal recht sterk te verminderen.

Als procesadvocaat was ik nog wel benieuwd geweest in hoeverre volgens Verheij naast verdere aanpassing van wetgeving ook rechtsvinding in de praktijk zou kunnen bijdragen aan effectievere verhaalsmogelijkheden. Oftewel, moet alles aan de voorkant wettelijk worden ingeregeld of zouden aspecten als de plaats van schade, toerekening, opzet en nalatigheid ook middels een aantal proefprocedures verder uitgekristalliseerd kunnen worden? Te meer nu sommige nationale aansprakelijkheidsbepalingen, waaronder die in het Nederlandse rechtssysteem, voornamelijk meer ruimte voor verhaal lijken te bieden dan de Europese bepaling.

Art. 35a CRA Verordening is slechts een klein onderdeel van het huidige ratingbureaureguleringskader. Naar het oordeel van Verheij heeft de CRA Verordening in het algemeen een positief effect gehad op de ratingindustrie. Maar ook al wordt het civiele aansprakelijkheidsregime van de ratingbureaus uitgebreid, uitgevende instellingen en vooral beleggers zullen altijd moeite hebben om hun schade te verhalen. Aan de ene kant omdat het civiele aansprakelijkheidsregime enkel een rol speelt bij ernstige schendingen en wangedrag en aan de andere kant omdat de ratingbureaus vooral in de Verenigde Staten gevestigd zijn.

7 Afsluitend

Een politiek compromis, zo noemt Verheij het aansprakelijkheidsregime voor kredietbeoordelaars van art. 35a CRA Verordening concluderend. En ik geef haar geen ongelijk. Zoals Verheij ook aangeeft, wordt de toegevoegde waarde van de bepaling ten opzichte van aansprakelijkheidsregimes van de onderzochte lidstaten door de opzet van de bepaling zelf weer gemarginaliseerd. Enerzijds is aansprakelijkstelling expliciet op EU-niveau mogelijk gemaakt, zoals in het Europese financieel recht diverse bepalingen de lidstaten verplichten wettelijke aansprakelijkheidstellingen toe te passen bij inbreuken op EU-recht.¹⁶ Anderzijds is de aansprakelijkstelling van ratingbureaus sterk ingekaderd vanwege complexe economische factoren en vooruitkijkende aspecten die bij beoordelingen een rol spelen. In zoverre doet het mij gezien de gestelde eisen als opzet en grove nalatigheid ook wel denken aan juist een beperking van aansprakelijkheid, bijvoorbeeld zoals die voor de financiële toezichthouders AFM en DNB na de financiële crisis is ingevoerd.¹⁷

¹⁵ Verheij 2021, p. 499-500.

¹⁶ Verheij wijst o.a. op AIFMD, UCITS en PSD II, zie Verheij 2021, p. 50.

¹⁷ Zie art. 1:25d Wft.

Tegelijk is ook aangegeven dat lidstaten met een civielrechtelijk aansprakelijkheidsregime dat voor beleggers of uitgevende instellingen gunstiger is dan het schaderegime van art. 35a CRA Verordening, dit eigen nationale regime moeten toepassen. Uitdagingen als het kunnen aantonen van een inbreuk, het bewijzen van schade als gevolg van een afgegeven rating, het redelijk daarop hebben vertrouwd en het vaststellen van bevoegdheid en toepasselijk recht blijven. Maar vanuit Nederlandsrechtelijk perspectief zou er aldus ruimte kunnen zijn voor toepassing van een zekere redelijkheid en billijkheid, bijvoorbeeld naar analogie van jurisprudentie rond bijzondere zorgplichten. Zeker ook gezien de systeemrelevante rol die ratingbureaus spelen en het gebruik van ratings in nationale en Europese regelgeving.¹⁸

Zo zou ratingschade met de Wet collectieve afwikkeling massaschade (WCAM) en de Wet afwikkeling massaschade in collectieve actie (WAMCA) mijns inziens uiteindelijk ook een terrein kunnen zijn voor collectieve acties, massaschadezaken, *litigation funders*, beleggersverenigingen en belangenbehartigers van institutionele investeerders. Dit ondanks dat voor ratingbureau-aansprakelijkheid niet een specifieke regeling is geïntroduceerd zoals voor inbreukmakende kartels waarbij schade wordt vermoed.¹⁹ Ook nieuwe factoren die van invloed zijn op de kredietwaardigheid van een entiteit of het kredietrisico van een financieel instrument, zoals ESG-aspecten, kunnen wellicht een nadere kapstok vormen om een ratingbureau civielrechtelijk aan te spreken.²⁰ In het huidige regulatoire kader kunnen ratingbureaus al rekening houden met relevante informatie rond klimaat en milieufactoren in hun kredietbeoordelingen, die banken weer gebruiken in hun modellen, aldus ook DNB.²¹

Als litigator had ik natuurlijk graag allerlei voorbeelden uit de rechtspraak in het proefschrift gezien. Immers, *the proof of the pudding is in the eating*. Tegelijk is het een feit dat er zeer beperkte jurisprudentie is. Zelfs in de Verenigde Staten, waar de moedermaatschappijen van de grote ratingbureaus zich bevinden, zijn het in de eerste plaats de Amerikaanse autoriteiten op federaal en staatsniveau die kredietbeoordelaars in de nasleep van de crisis handhavingsmaatregelen hebben opgelegd,²² en

zijn voorbeelden van claims van private partijen beperkt.²³ Verheij bespreekt enkele voorbeelden uit de Duitse rechtspraak, maar geeft ook aan dat dit onvoldoende is om een beeld te vormen van hoe een en ander in de praktijk uitpakt en hoe effectief art. 35a CRA Verordening dus werkelijk is.

In zoverre kan ik Verheij ook goed volgen waar zij aangeeft dat het gebrek aan empirische gegevens en het ontbreken van het gebruik van empirische onderzoeksmethoden niet de conclusie rechtvaardigen dat dit onderzoek te vroeg komt. Het ontbreken van (succesvolle) juridische procedures zou ook een van de redenen kunnen zijn waarom dit type onderzoek juist nodig is.²⁴ De gedane aanbevelingen dragen mogelijk bij aan het wel adequaat maken van het verhaalsrecht dat de CRA Verordening heeft beoogd te introduceren. Ook zullen verdere kennis, aandacht en begrip van regelgeving rond ratingbureaus partijen mogelijk inspireren om waar nodig toch de stoute schoenen aan te trekken en een claim in te dienen. Daar levert dit mooie naslagwerk van Verheij in mijn ogen een nuttige bijdrage aan.

18 Verheij wijst o.a. op het regelgevend kader van Basel III en het CRD IV, waarin op ratings gebaseerde regelgeving kan worden gevonden, zie Verheij 2021, p. 101.

19 Vgl. art. 6:193l e.v. BW.

20 ESMA, Technical Advice to the European Commission on Sustainability Considerations in the Credit Rating Market (ESMA33-9-321), 18 juli 2019. Enzo BaFin, Guidance Notice on Dealing with Sustainability Risks, 15 januari 2020.

21 S. Maijor, On How Climate-Related and Environmental Risks Affect Banking and Its Prudential Supervision (speech), AFME European Sustainable Finance Conference, Amsterdam, 11 mei 2022.

22 Voorbeelden: Moody's Corp in 2017 www.justice.gov/opa/pr/justice-department-and-state-partners-secure-nearly-864-million-settlement-moody-s-arising en Standard & Poor's in 2015 www.justice.gov/opa/pr/justice-department-and-state-partners-secure-1375-billion-settlement-sp-defrauding-investors.

23 Bijv. Bear Stearns Liquidators Sue Moody's, S&P and Fitch for Fraud, CNBC 11 november 2013.

24 Verheij 2021, p. 10.