



Universiteit
Leiden
The Netherlands

Credit rating agency liability in Europe: Rating the combination of EU and national law in rights of redress

Verheij, D.J.

Citation

Verheij, D. J. (2021, January 28). *Credit rating agency liability in Europe: Rating the combination of EU and national law in rights of redress*. Meijers-reeks. Eleven International Publishing, Den Haag. Retrieved from <https://hdl.handle.net/1887/3134628>

Version: Publisher's Version

License: [Licence agreement concerning inclusion of doctoral thesis in the Institutional Repository of the University of Leiden](#)

Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/3134628>

Note: To cite this publication please use the final published version (if applicable).

Cover Page



Universiteit Leiden



The handle <https://hdl.handle.net/1887/3134628> holds various files of this Leiden University dissertation.

Author: Verheij, D.J.

Title: Credit rating agency liability in Europe: Rating the combination of EU and national law in rights of redress

Issue Date: 2021-01-28

Samenvatting (Dutch summary)

AANSPRAKELIJKHEID VAN RATINGBUREAUS IN EUROPA

Over de wisselwerking tussen de EU en nationaal recht in verhaalsrechten

De eerste ideeën voor dit promotieonderzoek zijn ontstaan in de nasleep van de wereldwijde financiële crisis. In deze periode introduceerde de Uniewetgever regelgeving voor de partijen die verantwoordelijk werden gehouden voor de financiële crisis om de financiële markten te stabiliseren en een nieuwe crisis te voorkomen. Deze Europese regelgeving had doorgaans een ‘publiek-rechtelijk karakter’. De Uniewetgever introduceerde echter ook bepalingen over privaatrechtelijke aansprakelijkheid die kunnen worden afgedwongen door private partijen. Deze bepalingen stellen private partijen in staat om door hen geleden schade te verhalen op grond van EU recht, of geven private partijen het recht om door hen geleden schade te verhalen op grond van nationaal recht.¹ Deze ontwikkeling is baanbrekend, aangezien buiten-contractueel aansprakelijkheidsrecht en regels over privaatrechtelijke aansprakelijkheid van oudsher voornamelijk tot de competentie van de lidstaten werden gerekend. Dit onderzoek heeft zich geconcentreerd op het meest prominente voorbeeld van een pan-Europese regel over privaatrechtelijke aansprakelijkheid in de context van de financiële sector: de grondslag voor privaatrechtelijke aansprakelijkheid van ratingbureaus opgenomen in artikel 35 bis CRA-verordening.

Artikel 35 bis CRA-verordening bevat een wettelijke grondslag op basis waarvan uitgevende instellingen en beleggers ratingbureaus aansprakelijk kunnen houden indien ratingbureaus – opzettelijk of met grove nalatigheid – één of meer in de lijst van bijlage III van de CRA-verordening opgenomen inbreuken hebben begaan. Hoewel deze bepaling slechts een klein onderdeel vormt van de Europese regelgeving voor ratingbureaus heeft artikel 35 bis CRA-verordening de aandacht getrokken van wetenschappers vanwege zijn opmerkelijke structuur.² Artikel 35 bis CRA-verordening introduceerde namelijk

1 O.a. art. 11 PRIIPs-verordening, art. 31 lid 2 en art. 55 lid 3 PEPP-verordening en art. 11 lid 2 Prospectus verordening. Zie buiten het gebied van Europees financieel recht: art. 82 Algemene verordening gegevensbescherming (par. 2.5).

2 Zie par. 1.7 over de manier waarop dit onderzoek zich verhoudt tot ander onderzoek over de privaatrechtelijke aansprakelijkheid van ratingbureaus.

een grondslag voor privaatrechtelijke aansprakelijkheid op Europees niveau, terwijl algemeen aansprakelijkheidsrecht niet op Europees niveau werd geharmoniseerd. In plaats van nationaal aansprakelijkheidsrecht te harmoniseren, heeft de Uniewetgever een cruciale rol toebedeeld aan het toepasselijke nationaal recht: artikel 35 bis lid 4 CRA-verordening bepaalt dat de begrippen die in artikel 35 bis CRA-verordening worden gebruikt maar niet worden gedefinieerd, worden uitgelegd en toegepast in overeenstemming met het toepasselijke nationaal recht. Artikel 35 bis CRA-verordening creëert als het ware een 'mal' voor privaatrechtelijke aansprakelijkheid, waarin nationale wetgevers en rechters het toepasselijk nationaal recht moeten 'gieten'.

Dit onderzoek concentreerde zich op de volgende hoofdvragen:

Wordt het doel van het bieden van een adequaat verhaalsrecht voor uitgevende instellingen en beleggers tegen ratingbureaus bereikt, terwijl artikel 35 bis CRA-verordening moet worden geïnterpreteerd volgens verschillende nationale rechtssystemen? Moet, op basis van deze analyse, de privaatrechtelijke aansprakelijkheid anders worden geregeld en, zo ja, op welke wijze?

Voor de beantwoording van deze hoofdvragen is het aansprakelijkheidsregime van artikel 35 bis CRA-verordening onderzocht, en zijn tevens andere manieren onderzocht waarop Europese bepalingen horizontale privaatrechtelijke verhoudingen en (nationaal) buiten-contractueel aansprakelijkheidsrecht beïnvloeden. Dit onderzoek omvatte de volgende deelvragen:

1. *Op welke manieren beïnvloedt Europees recht (nationale) regels voor privaatrechtelijke aansprakelijkheid?*
2. *Welke problemen kunnen zich voordoen bij het bepalen van de bevoegde rechter en het toepasselijke nationaal recht bij vorderingen gebaseerd op artikel 35 bis CRA-verordening?*
3. *Op welke manier worden de vereisten van artikel 35 bis CRA-verordening uitgelegd en toegepast naar Nederlands, Frans, Duits en Engels recht?*
4. *Mochten er verschillen bestaan tussen de nationale interpretaties en toepassingen van artikel 35 bis CRA-verordening, in hoeverre kunnen deze verschillen leiden tot verschillende rechterlijke uitspraken over vorderingen gebaseerd op artikel 35 bis CRA-verordening?*
5. *Moet artikel 35 bis CRA-verordening worden geamendeerd in het licht van de antwoorden op deelvragen 2-4? En zo ja, op welke manier?*

De aansprakelijkheid van ratingbureaus op grond van artikel 35 bis CRA-verordening is onderzocht vanuit een juridisch perspectief, met de nadruk op de verticale interactie tussen EU recht en nationaal privaatrecht. Het onderzoek combineert EU recht, Internationaal Privaatrecht, nationaal privaatrecht en toezichtsrecht en is zowel beschrijvend als normatief van aard. Aan de ene kant is de werking, interpretatie en toepassing van artikel 35 bis CRA-verorde-

ning bestudeerd en aan de andere kant is geanalyseerd hoe het huidige Europese aansprakelijkheidsregime voor ratingbureaus kan worden verbeterd vanuit het perspectief van een normatief kader. Het proefschrift bestaat uit drie delen.

Het eerste deel van het proefschrift omvat hoofdstuk 2 'Invloed van EU recht op privaatrechtelijke aansprakelijkheid' en hoofdstuk 3 'Ratingbureaus en regelgeving'. Deze hoofdstukken vormen de achtergrond waartegen de analyse van artikel 35 bis CRA-verordening in hoofdstukken 4 en 5 moet worden gezien.

In hoofdstuk 2 is in kaart gebracht hoe EU recht (verordeningen, richtlijnen en uitspraken van het HvJ EU) regels van privaatrechtelijke aansprakelijkheid beïnvloedt. De focus lag in het bijzonder op voorbeelden vanuit Europees financieel recht. Door de bredere Europees-juridische context te schetsen, diende dit hoofdstuk bij te dragen aan het begrip van de status, de belangrijkste kenmerken en effecten van artikel 35 bis CRA-verordening. In paragraaf 2.5 zijn drie situaties onderscheiden waarin EU recht van invloed is op privaatrechtelijke aansprakelijkheid: (1) situaties waarin het EU recht de handhaving van op Europees niveau vastgestelde rechten en plichten volledig aan de lidstaten overlaat; (2) situaties waarin het EU recht de lidstaten verplichtingen oplegt ten aanzien van (de toepassing van) nationale regels over privaatrechtelijke aansprakelijkheid of de toepassing vereist van nationale regelingen inzake privaatrechtelijke aansprakelijkheid; en (3) situaties waarin het EU recht rechtstreeks werkende verhaalsrechten creëert voor individuen en andere private partijen. Het verschil in resultaat tussen situaties 2 en 3 is een glijdende schaal. Het kan moeilijk zijn een grens te trekken tussen situatie 2 en 3, en de invloed van de bepalingen uit deze categorieën kan vergelijkbaar zijn.

Uit het overzicht gegeven in paragraaf 2.5 is gebleken dat de invoering van artikel 35 bis CRA-verordening niet op zichzelf staat. In een groeiend aantal verordeningen en richtlijnen zijn bepalingen van privaatrechtelijke aard te vinden.³ EU recht beïnvloedt (nationale) regels over privaatrechtelijke aansprakelijkheid voornamelijk door middel van gemeenschappelijke gedragsnormen voor private partijen (minimumharmonisatie) en door de lidstaten te verplichten hun nationale aansprakelijkheidsregimes toe te passen op schendingen van EU recht.⁴ De Uniewetgever heeft echter geen uniforme aanpak ontwikkeld en reguleert privaatrechtelijke aansprakelijkheid op "gefragmenteerde" wijze.⁵ Europese bepalingen die expliciet zien op privaatrechtelijke aansprakelijkheid komen voor in allerlei bewoordingen en zijn veelal terecht gekomen in een breder pakket aan Europese regelgeving op een bepaald terrein.⁶ Bezien tegen

3 O.a. Ackermann 2018 en De Graaff & Verheij 2017 (met de focus op verordeningen).

4 Vgl. Vandendriessche 2015, nr. 71. Vandendriessche concludeerde dat de aansprakelijkheidsregels 'versnipperd en slechts in zeer beperkte mate zijn geharmoniseerd', maar dat deze regels desalniettemin enige vorm van impact hebben (Vandendriessche 2015, nrs. 71-72).

5 Vandendriessche 2015, nr. 71. Ook o.a. Ackermann 2018, p. 743 en p. 761-762 en Kuipers 2014, p. 161.

6 Zie Ackermann 2018, p. 761-762 en De Graaff & Verheij 2017, p. 992.

deze achtergrond is artikel 35 bis CRA-verordening geen vreemde eend in de bijt, maar juist illustratief voor de benadering van de Uniewetgever op het gebied van privaatrechtelijke aansprakelijkheid. De structuur van artikel 35 bis CRA-verordening is immers uniek en de bepaling is bovendien opgenomen in een breder Europees wettelijk kader voor ratingbureaus. Tevens is artikel 35 bis CRA-verordening illustratief voor de aanpak van de Uniewetgever op het gebied van het Europees financieel recht: de invloed van EU recht neemt weliswaar steeds verder toe, maar de rol van nationale aansprakelijkheidsregels blijft groot.⁷ In de context van de aansprakelijkheid van ratingbureaus: uitgevende instellingen en beleggers kunnen hun vordering tot schadevergoeding rechtstreeks baseren op artikel 35 bis CRA-verordening, maar deze bepaling vormt geen onafhankelijke en autonome grondslag voor privaatrechtelijke aansprakelijkheid.

Waar in hoofdstuk 2 de blik van het onderzoek werd verruimd naar de bredere Europese juridische context, concentreerde hoofdstuk 3 zich op ratingbureaus en de Europese regelgeving voor de ratingsector. In hoofdstuk 3 is achtergrondinformatie gegeven over (de geschiedenis van) de ratingsector, ratings, de Europese regelgeving voor ratingbureaus en de feitelijke kant van de aansprakelijkheid van ratingbureaus. De historische analyse in paragraaf 3.2 liet zien dat er wordt gediscussieerd over de positie van de ratingsector en zijn privaatrechtelijke aansprakelijkheid sinds de oprichting van de eerste ratingbureaus. De kritiek op ratingbureaus in de nasleep van de financiële crisis was aldus niet nieuw. Hoewel het debat over de onnauwkeurigheid van ratings om de zoveel tijd opnieuw oplaait, bleef het risico op privaatrechtelijke aansprakelijkheid voor ratingbureaus beperkt. Vanuit historisch perspectief bezien, was de invoering van artikel 35 bis CRA-verordening dan ook een doorbraak.

Als opstapje naar hoofdstuk 4 en 5 besteedde paragraaf 3.5 aandacht aan de wetsgeschiedenis van artikel 35 bis CRA-verordening. Daarnaast onderzocht paragraaf 3.5 het toepassingsgebied van artikel 35 bis CRA-verordening door de aandacht te besteden aan ratingbureaus, uitgevende instellingen en investeerders.⁸ Het toepassingsgebied van artikel 35 bis CRA-verordening is in meerdere opzichten beperkt. Zo kunnen uitgevende instellingen en beleggers slechts schadevergoeding vorderen op grond van artikel 35a bis CRA-verordening van in de EU gevestigde en geregistreerde ratingbureaus, en niet van de hoofdkantoren van Moody's en Standard & Poor's in de VS. Bovendien wordt het toepassingsgebied van artikel 35 bis CRA-verordening aanzienlijk beperkt doordat het mogelijk is om het vereiste van 'redelijk vertrouwen' dat geldt

7 Vgl. in het algemeen (d.w.z. niet in de specifieke context van ratingbureaus) Vandendriessche 2015, nr. 71. Art. 82 AVG is het enige voorbeeld van een autonoom recht op schadevergoeding met directe horizontale werking.

8 Par. 5.3 besteedde vervolgens aandacht aan de voorwaarden voor aansprakelijkheid gesteld in art. 35 bis CRA-verordening in het kader van de rechtsvergelijking.

voor beleggers strikt grammaticaal te interpreteren (zoals wordt gedaan door Duitse lagere rechters). Bij een dergelijke interpretatie is artikel 35 bis CRA-verordening alleen van toepassing op beleggers die daadwerkelijk op ratings hebben vertrouwd voor concrete investeringsbeslissingen. Hoewel niet kan worden afgeleid of en, zo ja, waarom de Uniewetgever het toepassingsgebied van artikel 35 bis CRA-verordening op deze manier heeft willen beperken, moet worden vastgesteld dat de formulering van dit specifieke vereiste niet duidelijk is.

In het tweede deel van dit proefschrift zijn in hoofdstuk 4 'Internationaal Privaatrechtelijke aspecten' en hoofdstuk 5 'Interpretatie en toepassing artikel 35a naar Nederlands, Frans, Duits en Engels recht' de huidige werking, interpretatie en toepassing van artikel 35 bis CRA-verordening onderzocht.

Hoofdstuk 4 concentreerde zich op de belangrijkste aspecten van Internationaal Privaatrecht in relatie tot de aansprakelijkheid van ratingbureaus. De focus lag daarbij op de drie hoofdvragen van het Internationaal Privaatrecht: welke nationale rechter is bevoegd? Welk recht is van toepassing? En, hoe wordt een eventuele rechterlijke uitspraak ten uitvoer gelegd? Aan de hand van deze vragen heeft hoofdstuk 4 een overzicht gegeven van vragen en problemen die kunnen rijzen in procedures die betrekking hebben op vorderingen gebaseerd op artikel 35 bis CRA-verordening. Vragen en problemen – in de zin van een gebrek aan voorzienbaarheid en voorspelbaarheid voor de betrokken actoren – doen zich voornamelijk voor: (1) indien een forumkeuze bestaat voor de rechters van een derde land; en (2) indien een nationale rechter het *Erfolgsort* van zuivere vermogensschade moet vaststellen op grond van artikel 7 lid 2 Brussel I-verordening (herschikking) of de plaats waar de zuivere vermogensschade is ontstaan moet vaststellen op grond van artikel 4 lid 1 Rome II-verordening.

Het Europees Internationaal Privaatrecht biedt geen duidelijke handvatten voor de wijze waarop een exclusieve forumkeuze voor rechters van een derde land moet worden beoordeeld: naar nationale regels van Internationaal Privaatrecht of volgens de andere – d.w.z. niet artikel 25 Brussel I-verordening (herschikking) – bepalingen van de Brussel I-verordening (herschikking).⁹ Aangezien overeenkomsten die zijn gesloten met ratingbureaus veelal forumkeuzes voor rechters uit de Verenigde Staten zullen bevatten, kan de hierdoor bestaande onzekerheid ten aanzien van de toelaatbaarheid van exclusieve forumkeuzes voor rechters van derde landen lastig zijn voor de praktijk.

Daarnaast is niet duidelijk hoe nationale rechters het *Erfolgsort* van zuivere vermogensschade in de zin van artikel 7 lid 2 Brussel I-verordening (herschikking) moeten bepalen en hoe nationale rechters de plaats waar de zuivere vermogensschade zich heeft voorgedaan in de zin van artikel 4 lid 1 Rome II-verordening moeten bepalen. De jurisprudentie van het HvJ EU over het *Erfolgs-*

9 Aangenomen dat het Haagse Verdrag betreffende forumkeuzebedingen niet van toepassing is.

ort biedt hiervoor geen goede handvatten. Het gebrek aan voorzienbaarheid en voorspelbaarheid is met name problematisch voor de bepaling van het toepasselijke nationaal recht, omdat de *lex loci damni* hiervoor de hoofdregel is. Het gebrek aan voorzienbaarheid en voorspelbaarheid hangt samen met het immateriële karakter van zuivere vermogensschade. Waar artikel 7 lid 2 Brussel I-verordening (herschikking) en artikel 4 lid 1 Rome II-verordening er vanuit gaan dat schade kan worden gelokaliseerd op een fysieke plaats, maakt het immateriële karakter van zuivere vermogensschade toepassing van deze regels moeilijk, zo niet onmogelijk. In de recente uitspraken *Universal Music*¹⁰ en *Helga Löber/Barclays Bank*¹¹ heeft het HvJ EU geen aanknopingspunt aangewezen dat van doorslaggevend belang is voor de lokalisering van zuivere vermogensschade. Met name in situaties waarin de mogelijk relevante aanknopingspunten zijn verspreid over meerdere landen, bieden deze uitspraken aldus geen uitkomst. In de context van artikel 35 bis CRA-verordening is het gebrek aan een duidelijke aanknopingsfactor problematisch, nu de betrokken actoren het toepasselijke nationaal recht nodig hebben om vorderingen en verweren te structureren en om te beoordelen of vorderingen en verweren kans van slagen hebben.

In hoofdstuk 5 is onderzocht hoe de vereisten van artikel 35 bis lid 1 en 3 CRA-verordening worden uitgelegd en toegepast naar Nederlands, Frans, Duits en Engels recht. Aangezien artikel 35 bis CRA-verordening niet kan worden toegepast zonder hulp van het toepasselijke nationaal recht, was inzicht in de nationale uitleg van de Europese vereisten nodig om in hoofdstuk 6 te kunnen concluderen of artikel 35 bis CRA-verordening een adequaat verhaalsrecht vormt voor uitgevende instellingen en beleggers. Paragraaf 5.3 besteedde, voorafgaand aan de landenrapporten, aandacht aan de vereisten van artikel 35 bis CRA-verordening in het algemeen. In deze paragraaf kwamen al verschillende problematische aspecten van de bepaling aan de orde, zoals de toerekening van handelen en nalaten aan ratingbureaus, het vereiste van redelijk vertrouwen voor beleggers en de inconsistenties in de bewoordingen van artikel 35 bis CRA-verordening als het gaat om de aangewezen remedie. In paragraaf 5.4-5.7 werd vervolgens de uitleg en toepassing van artikel 35 bis CRA-verordening naar Nederlands, Frans, Duits en Engels recht beschreven. De landenrapporten gaven inzicht in verscheidene onzekerheden met betrekking tot de exacte uitleg en toepassing van artikel 35 bis CRA-verordening. Deze uitleg en toepassing was niet altijd eenvoudig te voorspellen vanwege een schaarste of een gebrek aan juridische bronnen met betrekking tot de aansprakelijkheid van ratingbureaus. Bovendien kwamen onzekerheden en fricties aan het licht die werden veroorzaakt door de soms onnauwkeurige formulering van artikel 35 bis CRA-verordening, de verschillen tussen taalversies en de structuur van artikel 35 bis CRA-verordening.

10 HvJ EU 16 juni 2016, C-12/15, ECLI:EU:C:2016:449 (*Universal Music International Holding*).

11 HvJ EU 12 september 2018, C-304/17, ECLI:EU:C:2018:701 (*Helga Löber/Barclays Bank*).

Tot slot zijn in paragraaf 5.8 de verschillen en overeenkomsten geanalyseerd tussen de uitleg en toepassing van artikel 35 bis CRA-verordening in de vier onderzochte lidstaten. Tevens is kort bezien of de bestaande verschillen tot verschillende uitkomsten in rechterlijke procedures zouden kunnen leiden. Op hoofdlijnen kan worden gesteld dat artikel 35 bis CRA-verordening naar Frans recht het meest breed wordt geïnterpreteerd (ten gunste van uitgevende instellingen en beleggers), terwijl de *UK Implementing Regulations* de minst brede interpretatie van artikel 35 bis CRA-verordening geven. De interpretaties naar Nederlands en Duits recht vallen hier tussenin. De Nederlandse interpretatie neigt meer naar de Franse interpretatie, terwijl de interpretatie naar Duits recht restrictiever lijkt. Het is opgevallen dat de Engelse interpretatie van artikel 35 bis CRA-verordening dermate restrictief is, dat de mogelijkheden voor de aansprakelijkheid van ratingbureaus slechts zeer beperkt zijn indien Engels recht van toepassing is. Het voordeel van de Engelse benadering is dat de *UK Implementing Regulations* relatief veel zekerheid bieden over de uitleg en toepassing van artikel 35 bis CRA-verordening, waar dergelijke richtsnoeren in de andere onderzochte rechtssystemen ontbreken. De laatste vraag van paragraaf 5.8 was of de geconstateerde verschillen daadwerkelijk tot verschillende uitkomsten in rechterlijke procedures kunnen leiden. Geconcludeerd werd dat de verschillen in specifieke zaken tot verschillende uitkomsten kunnen leiden, maar dat de verschillen tegelijkertijd in perspectief moeten worden gezien. In het algemeen zijn de mogelijkheden tot kredietbeoordelaarsaansprakelijkheid beperkt, door een combinatie van strenge vereisten op Europees niveau en restrictieve nationale interpretaties van deze Europese vereisten.

In het derde deel van dit proefschrift, hoofdstuk 6, is getracht de hoofdvragen van dit onderzoek – namelijk of het doel van het bieden van een adequaat verhaalsrecht wordt bereikt en of de bepaling in het licht van deze analyse moet worden aangepast – te beantwoorden. Hoofdstuk 6 analyseerde de bevindingen van hoofdstuk 2-5 vanuit het perspectief van het normatief kader en formuleerde vervolgens een aantal aanbevelingen.

De observaties gedaan vanuit het perspectief van het normatief kader hebben aangetoond dat artikel 35 bis CRA-verordening op dit moment geen adequaat verhaalsrecht biedt voor uitgevende instellingen en beleggers. Artikel 35 bis CRA-verordening is een politiek compromis,¹² dat in het voordeel kan worden uitgelegd van zowel voor- als tegenstanders van de aansprakelijkheid van ratingbureaus. Een politiek uitgebalanceerd verhaalsrecht staat echter niet garant voor een juridisch adequaat verhaalsrecht. Dit onderzoek toont aan dat de bescherming van uitgevende instellingen en beleggers lastig is nu alleen een raamwerk voor privaatrechtelijke aansprakelijkheid op Europees niveau is gecreëerd. Er kan zelfs worden gesteld dat de structuur van artikel 35 bis

12 Zie o.a. Haar 2014, p. 329. Ook Deipenbrock 2018, p. 561.

CRA-verordening de toegevoegde waarde van de aansprakelijkheidsgrond vermindert in vergelijking tot sommige nationale aansprakelijkheidsregimes. Het is daarnaast problematisch voor de toepassing van de bepaling dat onzekerheid bestaat over de manier waarop jurisdictie en toepasselijk recht moeten worden vastgesteld. Hoewel deze onzekerheden zich vaker voordoen in geschillen die zuivere vermogensschade betreffen, is deze onzekerheid in de context van artikel 35 bis CRA-verordening bijzonder ongelukkig vanwege de afhankelijkheid van deze bepaling van nationaal recht. Tot slot werd geconcludeerd dat artikel 35 bis CRA-verordening onvoldoende inhoudelijke sturing geeft op het gebied van de voorwaarden voor aansprakelijkheid.

Alleen door de invloed van nationaal recht te beperken kan het niveau van bescherming van uitgevende instellingen en beleggers worden verhoogd en kan de rechtszekerheid worden verbeterd.¹³ De Uniewetgever kan artikel 35 bis CRA-verordening op twee manieren aanpassen: (1) door meer gedetailleerd aan lidstaten op te leggen wanneer uitgevende instellingen en beleggers recht hebben op schadevergoeding naar nationaal recht; (2) door de aansprakelijkheid van ratingbureaus verder te harmoniseren. Andere aanbevelingen waren om het gebruik van exclusieve forumkeuzes voor derde landen te beperken en om specifieke regels over jurisdictie en toepasselijk recht vast te leggen in de CRA-verordening. De Uniewetgever zou daarnaast kunnen overwegen om meer richtsnoeren te geven ten aanzien van de betekenis van termen als 'grove nalatigheid', om het vereiste van 'redelijk vertrouwen' te versoepelen, om te verduidelijken welke schade wordt vergoed (beredeneerd vanuit de ratio van kredietbeoordelaarsaansprakelijkheid) en om de mogelijkheden tot beperking van aansprakelijkheid te limiteren.

Tot slot zijn de bredere implicaties van dit onderzoek besproken. Als de Uniewetgever in de toekomst meer wettelijke grondslagen voor privaatrechtelijke aansprakelijkheid op Europees niveau wil introduceren, wordt afgeraden om de vorm van artikel 35 bis CRA-verordening te gebruiken. In situaties waarin er geen fundamentele verschillen tussen de lidstaten bestaan, kan de Uniewetgever volstaan met het opleggen van een verplichting aan de lidstaten om hun nationale aansprakelijkheidsregimes toe te passen. Daarnaast kan de Uniewetgever ervoor kiezen om in detail aan lidstaten op te leggen wanneer partijen recht hebben op schadevergoeding naar nationaal recht of om autonome verhaalsrechten op Europees niveau te introduceren. Deze opties hebben hun eigen voor- en nadelen, maar voorkomen in ieder geval de problematische combinatie van Europees en nationaal recht zoals bij artikel 35 bis CRA-verordening het geval is. Vooral in situaties waarin de vorm van artikel 35 bis CRA-verordening een aantrekkelijk politiek compromis lijkt omdat er geen consensus is over (de wenselijkheid van) een verhaalsrecht of aansprakelijkheid, krijgt

13 Zie voor deze aanbeveling ook Heuser 2019, p. 267. Wimmer heeft voorgesteld om extra richtlijnen te geven in een nieuw Annex IV CRA-Verordening (Wimmer 2017, p. 440).

de bruikbaarheid van deze vorm een kredietbeoordeling van BB of Ba1¹⁴ en wordt, in andere woorden, beoordeeld onder het niveau *investment grade*.

14 Deze ratings zijn de hoogste *non-investment grade* ratings volgens de ratingschalen die worden gehanteerd door Standard & Poor's (de schaal voor lange-termijn ratings, beschikbaar is op www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352, laatst geraadpleegd op 31 augustus 2019) en Moody's (beschikbaar op www.moodys.com/sites/products/productattachments/ap075378_1_1408_ki.pdf, laatst geraadpleegd op 31 augustus 2019).

