



JURIDISKA FAKULTETEN  
vid Lunds universitet

Sara Ulriksen

Att utvärdera kreditvärderarna  
– om kreditvärderingsinstituts  
juridiska ansvar

Examensarbete  
30 högskolepoäng

Handledare: Lars Gorton

Bankrätt

HT 2010

# Innehåll

<b>SUMMARY</b>	<b>1</b>
<b>SAMMANFATTNING</b>	<b>2</b>
<b>FÖRORD</b>	<b>3</b>
<b>FÖRKORTNINGAR</b>	<b>4</b>
<b>1 INLEDNING</b>	<b>6</b>
1.1 Introduktion	6
1.2 Syfte och frågeställning	6
1.3 Avgränsningar	7
1.4 Metod och material	8
1.5 Disposition	9
<b>2 VERKSAMHETEN OCH DESS MANDAT</b>	<b>10</b>
2.1 Kreditvärderingars innebörd	10
2.2 Kreditvärderingsinstitutens mandat	10
<b>3 POTENTIELLA INTRESSEKONFLIKTER</b>	<b>13</b>
3.1 Marknaden för kreditvärderingar	13
3.2 Potentiella intressekonflikter	14
3.2.1 Allmänt om intressekonflikter inom finansiella institut	14
3.2.2 Intressekonflikter på analytikernivå	14
3.2.3 Intressekonflikter på institutnivå	15
<b>4 TIDIGARE RÄTTSLÄGE</b>	<b>17</b>
4.1 Ett urval av tidigare finanskriser	17
4.2 Regulatoriska förändringar till följd av tidigare finanskriser	18
4.2.1 Internationella riktlinjer för självreglering	18
4.2.2 Gemenskapsrättslig reglering	19
4.2.3 Svensk reglering	19
4.2.4 Amerikansk reglering	20
<b>5 INSTITUTENS INBLANDNING I DEN SENASTE FINANSKRISEN</b>	<b>22</b>

5.1	Finanskrisen 2007-2008	22
5.2	Kreditvärderingsinstitutens delaktighet i finanskrisen	23
<b>6</b>	<b>REGULATORISKA FÖRÄNDRINGAR TILL FÖLJD AV FINANSKRISEN</b>	<b>27</b>
6.1	Internationella riktlinjer för självreglering	27
6.2	Gemenskapsrättslig reglering	27
6.3	Svensk reglering	30
6.4	Amerikansk reglering	30
<b>7</b>	<b>JÄMFÖRELSE MED LIKNANDE RÄTTSTYCKER</b>	<b>33</b>
<b>8</b>	<b>MÖJLIGHET TILL JURIDISKT ANSVAR FÖR KREDITVÄRDERINGAR</b>	<b>37</b>
8.1	Potentiell förändring av rättspraxis	37
8.2	Behovet av ett rättsligt ansvar för kreditvärderingar	38
8.3	Straffrättsligt ansvar	41
8.4	Civilrättsligt ansvar	44
8.4.1	Inomobligatoriskt ansvar	46
8.4.2	Utomobligatoriskt ansvar	48
8.4.3	Ansvarsfriskrivning	53
<b>9</b>	<b>ANALYS OCH SLUTSATS</b>	<b>56</b>
9.1	Analys	56
9.2	Slutsats	66
	<b>KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING</b>	<b>68</b>
	<b>RÄTTSFALLSFÖRTECKNING</b>	<b>75</b>

# Summary

The recent financial crisis has resulted in increased demands to facilitate a rating of the raters. This paper's analysis of the substantial regulatory amendments in the US, EU and Sweden indicates that the legal position has been altered. The paper aims at exploring the possibilities to apply accountability for a credit rating of structured finance, originated in Sweden.

A credit rating agency's criminal liability may potentially arise based upon sections of the Swedish Penal Code (Sw. *brottsbalken*) relating to fraud. However, case law illustrates that criminal liability may only arise under specific circumstances. Therefore, the current, as well as the probable forthcoming, Swedish legal position does not provide a cause of action for criminal liability for a reckless credit rating.

The US SEC has extraterritorial jurisdiction over civil law accountability for reckless credit ratings with a significant and foreseeable effect in USA. The European ESMA has exclusive jurisdiction over civil law accountability for reckless credit ratings, with a cause of action related to the EU regulation. Swedish courts have jurisdiction over civil law accountability, provided that the cause of action is based upon Swedish law.

A contractual responsibility based upon the law of damages can, due to the lack of contractual relationship, not arise between a credit rating agency and an investor. However, there is a contractual liability arising out of the relationship with the issuer of the obligation undergoing rating. Nevertheless, the laws of damages gives arise to indemnity liability. Consequently, a liability between a credit rating agency and an investor based upon non-contractual obligations relating to expert liability is more likely. However, the obligation to indemnify is limited by the credit rating agencies' disclaimers of liability. Swedish law includes a solid principle of freedom of contract, particularly when neither party is under consumer protection. Therefore, credit rating agencies' disclaimers of liability currently have legal effect at least towards issuers. However, the credit rating agencies are prohibited from using disclaimers of liability from the EU regulation. A development of generally accepted principles in the area of credit ratings would increase the possibility of applying civil law accountability on credit rating agencies, in relation to both issuer and investor. Furthermore, applying generally accepted principles in the area of credit ratings would decrease the legal effect of disclaimers of liability.

Eventually, credit rating agencies' major influence on the global financial markets is likely to result in increased accountability.

# Sammanfattning

Den senaste finanskrisen har resulterat i krav på ett ökat juridiskt ansvar för kreditvärderingsinstitutens verksamhet. Uppsatsens redogörelse för omfattningen av den efterföljande amerikanska, gemenskapsrättsliga och svenska reglering har påvisat att marknadens tidigare självreglering nu har övergått till ett förändrat rättsläge. Uppsatsen syftar till att analysera möjligheterna att ålägga ett rättsligt ansvar för kreditvärderingar av strukturerade finansiella instrument, utfärdade i Sverige.

Det är främst brottsbalkens bestämmelser om bedrägeri och svindleri som får verkan vid kreditvärderingsinstituts straffrättsliga ansvar. Ett straffrättsligt ansvar på sådana grunder kan dock endast aktualiseras vid mycket speciella omständigheter. En vårdslös kreditvärdering utgör inte i nuläget, och troligtvis inte i framtiden, grund för en svensk domstol att ålägga en straffrättslig påföljd.

Amerikanska SEC kan utfärda civilrättsliga sanktioner mot institut skyldiga till vårdslös kreditvärdering, förutsatt att kreditvärderingen ifråga kan anses ha en betydande och förutsägbar påverkan på den amerikanska marknaden. Europeiska ESMA har exklusiv befogenhet att utfärda civilrättsliga sanktioner gentemot ett institut som gör sig skyldigt till en vårdslös kreditvärdering och därmed bryter mot förordningens bestämmelser. Även svenska domstolar har rätt att utdöma ett civilrättsligt ansvar gentemot instituten, förutsatt att ett sådant ansvar stödjer sig på svensk lag och svenska, allmänna rättsprinciper.

Ett inomobligatoriskt civilrättsligt ansvar mellan kreditvärderingsinstitut och investerare är uteslutet på grund av avsaknaden av avtalsförhållande parterna emellan. Däremot föreligger inomobligatoriska skyldigheter mellan institut och finansierande emittent. Mellan kreditvärderingsinstitut och investerare skulle snarare ett utomobligatoriskt civilrättsligt ansvar kunna aktualiseras, grundat på regler om professionsansvar. Svensk rätts princip om avtalsfrihet, särskilt i kommersiella förhållanden, innebär dock att kreditvärderingsinstitutens ansvarsfriskrivningar i nuläget får anses ha rättsverkan åtminstone i förhållande till emittenter. Däremot har inte instituten möjlighet att friskriva sig från den europeiska förordningen. En utveckling av en ”god kreditvärderingssed” på området skulle innebära att möjligheterna att ålägga institut ett civilrättsligt ansvar skulle öka, både i förhållande till emittent och till investerare. Dessutom skulle en sådan standard ytterligare beskära utrymmet för ansvarsfriskrivningar.

Kreditvärderingsinstitutens betydande inflytande på de globala finansmarknaderna kommer, förr eller senare, att resultera i ett skärpt rättsligt ansvar.

# Förord

Jag vill innerligt tacka alla som på något sätt har bidragit med synpunkter och stöd under denna uppsats fortskridande. Först och främst vill jag tacka min handledare, Lars Gorton, för vägledning och för ett reellt engagemang i mitt uppsatsämne. Jag vill också tacka Mattias Lampe (Mannheimer Swartling Advokatbyrå AB) för råd och uppmuntran längs vägen. Ett varmt tack går också till Fredrik Bitter (AB Svensk Exportkredit) för osviklig inspiration till mitt framtida yrkesliv.

Det är bitterljuvt att slutligen ta farväl av Lund och min studenttid efter så fina år. Min tid i Lund har varit fantastisk, främst tack vare de vänner för livet som jag har lärt känna här. Jag kan inte heller beskriva hur tacksam jag är gentemot min familj, som alltid lyssnar och som utgör ett ovärderligt stöd till mig i alla lägen.

Till Elof – tack för ditt oändliga tålamod och för att du ser till att jag alltid är omgiven av små, gröna äpplen.

Lund, december 2010  
Sara Ulriksen

# Förkortningar

AVLN	Lag (1984:292) om avtalsvillkor mellan näringsidkare
AvtL	Lag (1915:218) om avtal och andra rättshandlingar på förmögenhetsrättens område
Basel-kommittén	Basel Committee on Banking Supervision
BrB	Brottsbalk (1962:700)
CESR	Committee of European Securities Regulators
CPDO	Constant Proportion Dept Obligation
Credit Rating Agency Reform Act	Credit Rating Agency Reform Act 2006
Dir. 2006/48/EG	Direktiv 2006/48/EG av den 14 juni 2006 om rätten att starta och driva verksamhet i kreditinstitut (ändrat genom Dir. 2007/44/EG).
Dir. 2006/49/EG	Direktiv 2006/49/EG av den 14 juni 2006 om kapitalkrav för värdepappersföretag och kreditinstitut (ändrat genom Dir. 2008/23/EG).
Dir. 2003/6/EG	Direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmisbruk).
Dir. 2009/111/EG	Direktiv 2009/111/EG av den 16 september 2009 om ändring av direktiven 2006/48/EG, 2006/49/EG och 2007/64/EG vad gäller banker anslutna till centrala kreditinstitut, vissa frågor som gäller kapitalbasen, stora exponeringar, tillsynsrutiner och krishantering.
DBRS	Dominion Bond Rating Service
Ds	Departementsskrivelser
EBA	European Banking Authority
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
ESAs	European Supervisory Authorities
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESME	European Securities Markets Expert
ESRB	European Systemic Risk Board
FAR	Branschorganisationen för revisorer och rådgivare
GSA	Glass-Steagall Act 1933
Ffl	Lag (2005:405) om försäkringsförmedling
FI	Finansinspektionen
Fitch	Fitch Ratings
FML	Fastighetsmäklarlag (1995:400)
För. (EG) nr 1060/2009	Förordning (EG) nr 1060/2009 av den 16 september 2009 om kreditvärderingsinstitut
HD	Högsta Domstolen

IOSCO	International Organization of Securities Commissions
ICA	Investment Company Act 1940
JT	Juridisk Tidskrift
Lagen om kreditvärderingsinstitut	Lag (2010:1010) om kreditvärderingsinstitut
Lagen om kapitaltäckning och stora exponeringar	Lag (2006:371) om kapitaltäckning och stora exponeringar
LFR	Lagen om finansiell rådgivning till konsumenter (2003:862)
Moody's	Moody's Investor Service
NJA	Nytt Juridiskt Arkiv
NRSRO	Nationally Recognized Statistical Rating Organizations
Prop.	Proposition
PSLRA	Private Securities Litigation Reform Act 1995
RB	Rättegångsbalk (1942:740)
Revisionslagen	Revisionslag (1999:1079)
Revisorslagen	Revisorslag (2001:883)
S & P	Standard & Poor's Financial Services LLC
SEA	Securities Exchange Act 1934
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
Senator Franken Amendment	Amendment SA 3808 proposed by Senator Dodd for Senator Franken to Amendment SA 3739
SkL	Skadeståndslagen (1972:207)
SOA	Sarbanes-Oxley Act 2002
SOU	Statens Offentliga Utredningar
SPV	Special Purpose Vehicle
SvJT	Svensk Juristtidning
UCTA	Unfair Contract Terms Act 1977
UNCR	Uniform Net Capital Rule 1975
Wall Street Act	Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 2010



# 1 Inledning

## 1.1 Introduktion

*”There are two superpowers in the world today in my opinion. There’s the United States and there’s Moody’s Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody’s can destroy you by downgrading your bonds. And believe me; it’s not clear sometimes who’s more powerful.”<sup>1</sup>*

Kreditvärderingsinstitutens verksamhet anses vara en betydelsefull faktor till att 2007 års amerikanska bolånekris sedermera övergick i en global finansiell kris. Institutet underskattade den kreditrisk som förelåg avseende strukturerade finansiella instrument och vidtog alltför sena omvärderingar när krisen väl blev ett faktum. Kreditvärderare kritiserades av lagstiftare och marknadsaktörer för bristande värderingsmetoder och oförmåga att minska potentiella intressekonflikter. Den omfattande kritiken resulterade i att marknadsaktörer till viss del förlorade tilltro till institutens verksamhet.

Trots inblandning även i tidigare finanskriser, har institutens verksamhet varit i princip rättsligt oreglerad. Finanskrisens övergång till en global recession innebar fler krav på ett ökat juridiskt ansvar för kreditvärderingsinstitutens verksamhet. Den omfattande amerikanska, gemenskrätsliga och svenska reglering som därefter tillkom, innebar slutet på branschens flexibla självreglering och början på ett helt annat rättsläge för kreditvärderingsinstitutet. Flertalet pågående rättsprocesser i USA och EU indikerar att institutet och dess klienter står inför en ny period. Frågan om vilken typ av rättsligt ansvar som kan åläggas institutet samt på vilka grunder återstår dock fortfarande.

## 1.2 Syfte och frågeställning

Trots att kreditvärderingsinstitutens verksamhet har haft väsentlig betydelse för finanskrisens eskalering, saknas det ännu övergripande svensk dokumentation om denna verksamhet. Det finns därvid inget svenskt alster som belyser regleringen av kreditvärderingsinstitut och vilket rättsligt ansvar som en domstol kan tänkas utdöma för ett institut som utfärdar värderingar av instrument emitterade i Sverige. Då kreditvärderingsinstitut för närvarande är föremål för rättsprocesser i EU, finns det anledning att tydliggöra numera gällande rättsläge i händelse av att en investerare skulle inleda en process i Sverige.

---

<sup>1</sup> Uttalande av Thomas L. Friedman under en intervju i *The NewsHour with Jim Lehrer* på nyhetskanalen PBS, 13 februari 1996. Refereras bl.a. i Partnoy, Frank, *Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 09-014, juli 2009.

Uppsatsen syftar således till att besvara följande frågeställning:  
*Hur ser möjligheten ut att utdöma ett rättsligt ansvar för kreditvärderingar av strukturerade finansiella instrument, utfärdade i Sverige?*

## 1.3 Avgränsningar

I syfte att på ett tillfredsställande sätt kunna besvara uppsatsens frågeställning, har jag valt en relativt snäv sådan. Jag har valt att avgränsa mig till kreditvärderingar av strukturerade finansiella instrument, främst beroende på att detta område fick mest kritik under finanskrisen och har varit föremål för flest nya regleringar. Dessutom är området för strukturerade finansiella instrument den del av institutens verksamhet som genererar flest intressekonflikter och dylika problem. Värdepapperiseringar är också en relativt ny företeelse inom finansmarknaderna men omsätter likväl en mycket hög andel av kapitalet.

Den för kreditvärderingsinstitut tidigare förekommande regleringen kommer endast att behandlas kort. Tidigare rättsläge är direkt relevant för min frågeställning, eftersom domstolar på basis av den inte har haft möjlighet att ålägga instituten ett rättsligt ansvar. Den aktuella uppsatsens fokus är emellertid på det nu gällande rättsläget samt i viss mån framåtblickande aspekter, varför avsnittet om tidigare reglering med nödvändighet kommer att vara mindre omfattande.

I syfte att till fullo kartlägga institutens rättsliga ansvar, har jag valt att även behandla rättsområden som delvis befinner sig utanför bankrätten. Min framställning kommer således att beröra både straffrätt, civilrätt, avtalsrätt, ersättningsrätt och näringsrätt. Med hänsyn till att aktuell frågeställning avser bankrättsliga regelverk, omfattas likväl samtliga nämnda områden av bankrätten.

Uppsatsens internationella prägel, den starka regulatoriska viljan att harmonisera de nya regelverken samt det faktum att samtliga av de större instituten har förlagt sin huvudsakliga verksamhet i USA har inneburit att amerikansk rätt har varit essentiell att inkludera. Med hänsyn till den begränsade omfattningen av uppsatsen, har jag emellertid valt att inte djupare belysa sådana aspekter av rättssystemet *common law* som inte har varit direkt relevanta för min frågeställning.

Jag har också valt att främst utreda kreditvärderingsinstitutens ansvar i relation till investerare. Även om emittenter också skulle kunna rikta krav gentemot institut, bör det anses mer angeläget att undersöka investerares dylika möjligheter. Det är också investerarskyddet som har fått störst genomslag i de regulatoriska förändringar som har gjorts sedan finanskrisen. Jag kommer att beröra det rättsliga ansvaret gentemot emittenter i de avsnitt där det är särskilt relevant.

## 1.4 Metod och material

Jag har valt att utgå från en traditionell, rättsdogmatisk metod. Metoden innebär att författaren fastställer rättsläget med hjälp av sedvanliga rättskällor – nämligen rättsregler, förarbeten, praxis och doktrin. Den nämnda metoden har valts då det särskilt ifråga om den stora omfattning nya rättsregler relaterade till kreditvärderingsinstitut är fördelaktigt att klargöra det nu gällande rättsläget. Av delvis samma anledning är det också önskvärt med ett deskriptivt avsnitt relaterat till institutens verksamhet och aktuella problemställningar. Behovet av ett deskriptivt avsnitt beror dessutom på att överblickbar litteratur om kreditvärderingsinstitut är av ytterst litet omfång.

Då de dominerande kreditvärderingsinstitutens huvudkontor befinner sig i USA, har uppsatsen av nödvändighet fått en internationell prägel. Flertalet regler på EU-rättens område har också bidragit till att uppsatsens svenska delar har fått ett mindre omfång. Däremot har jag valt att särskilt belysa de svenska regler och problemformuleringar som har varit intresseväckande under arbetets gång. Då uppsatsen således innehåller inslag av både svensk, europeisk och amerikansk rätt blir den valda metoden även i viss mån komparativt präglad. Syftet är inte främst att belysa vilket som utgör det mest effektiva rättssystemet men snarare att säkerställa att rättsläget relaterat till mina frågeställningar blir fullständigt utrett.

I syfte att besvara uppsatsens frågeställningar, kommer det analyserande avsnittet att innehålla en intresseavvägning. Investerares och andra aktörers intresse av att ålägga kreditvärderingsinstituten ett juridiskt ansvar kommer att vägas emot bland annat institutens intresse av att även fortsättningsvis värdera instrument utan risk för rättsliga påföljder. Inom ramen för denna bedömning, kommer den traditionellt rättsdogmatiska metoden att kompletteras med ett kommersiellt och rättsekonomiskt perspektiv.

Med anledning av uppsatsens internationella prägel har de rättskällor som använts haft både svensk, gemenskapsrättslig och amerikansk härstamning. Det senare innebär att viss praxis har hämtats från common law. Detta beror dels på att rättsläget inom nämnda rättssystem inte är möjligt att klargöra utan beaktande av rättspraxis och dels på att kreditvärderingsinstitutets verksamhet inte har varit föremål för bedömning i svensk eller gemenskapsrättslig domstol.

Uppsatsens internationella karaktär har också inneburit att övrigt material i huvudsak har varit annat än svenskt. En särskild ansträngning har dock lagts vid att inkludera förekommande svensk doktrin. Jag vill dessutom särskilt betona förtjänsterna av den danska avhandlingen *Rating av finansielle virksomheder* av Jette Signe Kristiansen och Jonas Birk Jakobsen (redaktör Lennart Lynge Andersen), vilken har utgjort en källa till inspiration under arbetets inledning. Avhandlingen *Rådgivningsansvar* av Fredric Korling har fungerat som en utgångspunkt för uppsatsens avsnitt om liknande rättsfigurer.

Störst fokus har lagts på material om och av kreditvärderingsinstitutet S & P. Detta medför viss risk för att informationen inte skulle vara generellt applicerbar på övriga kreditvärderingsinstitut. Eftersom S & P är ett av de två största kreditvärderingsinstituten, kommer emellertid de åtgärder som institutet vidtar på grund av regulatoriska förändringar troligtvis att vara avgörande för mindre institut. Dessutom är S & P det enda institutet med filial i Sverige, vilket utgör ett ytterligare motiv för dess fokus.

Den absoluta majoriteten av all utländsk doktrin härstammar från den amerikanska databasen *Social Science Research Network*. Eftersom det föreligger en stor brist på svensk doktrin inom området för kreditvärderingar, har nämnda databas varit en ovärderlig källa till forskning. Inom den amerikanska doktrinen har, framför allt, professorerna Frank Partnoy och John C. Coffee varit mycket värdefulla för uppsatsens problematisering. I några fall har uppsatsen också refererat till artiklar författade av skribenter på de internationellt erkända tidskrifterna *Financial Times* och *The Economist*. Dessa artiklar har främst varit användbara i syfte att belysa vilka frågeställningar om kreditvärderingsinstitut som har varit föremål för internationell, medial diskussion.

## 1.5 Disposition

Uppsatsen inleds med en deskriptiv utredning av kreditvärderingsinstitutens verksamhet och mandat. Därefter följer en redogörelse för de intressekonflikter som omger marknaden och som har påverkat gällande rättsläge.

I syfte att sätta gällande rättsläge i perspektiv, följer därefter en utredning av tidigare finanskriser och efterföljande regulatoriska förändringar. Uppsatsen redogör därefter för kreditvärderingsinstitutens inblandning i den senaste globala finanskrisen, med särskilt fokus på de amerikanska och europeiska regulatoriska förändringar som har skett sedan år 2009.

För att ytterligare utvidga undersökningen av det potentiella juridiska ansvaret för kreditvärderingsinstitutens verksamhet, utförs därefter en jämförelse med liknande rättsfigurers juridiska ansvar.

Därefter följer ett problematiserande avsnitt om de olika tillvägagångssätt som kan användas för att ålägga kreditvärderingsinstitut ett juridiskt ansvar för dess uttalanden. Efter denna problematisering analyserar författaren de problemställningar och möjliga lösningar som har framkommit i uppsatsen. Slutligen följer en sammanfattande slutsats av de resultat som uppsatsens författare har nått.

## 2 Verksamheten och dess mandat

### 2.1 Kreditvärderingars innebörd

En kreditvärdering bedömer den relativa kreditvärdigheten hos ett företag eller hos ett finansiellt instrument, dvs. dess sannolika förmåga att fullgöra sina förpliktelser.<sup>2</sup> Att inte fullgöra sina förpliktelser kan variera mellan att missa en betalning till att försättas i konkurs.<sup>3</sup> De tre största kreditvärderingsinstituten använder i princip samma system för att gradera finansiella instrument. Efterhand som bedömningsskalan går nedåt, ökar risken för ofullständig betalningsförmåga. Med S & P: s definition, är den högsta kreditvärdigheten AAA (extremt stark förmåga att fullgöra förpliktelser). Obligationer som värderas till nivån BBB- eller högre har nått investeringsnivån (s.k. *investment grade*), dvs. toppkvalité. Obligationer under denna nivå är till större del spekulativa investeringar. En D-graderad obligation har antingen redan förfallit till betalning (s.k. *default*) eller förväntas resultera i det.<sup>4</sup> Vidare, kan en obligations kreditnivå omvärderas om utfärdarens ekonomiska ställning skulle förändras. En nedgradering med endast ett steg, kan få stora följder för kostnaden att emittera ett låneinstrument.<sup>5</sup>

### 2.2 Kreditvärderingsinstitutens mandat

*”Securitization is, and always has been, a ratings-driven product.”*<sup>6</sup>

En s.k. *securitization*, eller värdepapperisering, liknar en säkerhetsöverlåtelse av en definierad förmögenhetsmassa. Syftet är ofta att säljaren (originatorn, ofta ett kreditmarknadsföretag) önskar säkerställa likvida medel och samtidigt minska balansräkningens omfång. Eftersom de tillgångar som överförs ofta utgörs av kundfordringar, ligger det också i originatorns intresse att bibehålla sina kundkontakter trots överlåtelsen.<sup>7</sup> Värdepapperiseringen genomförs genom att en samling likvärdiga tillgångar ompaketeras och säljs till ett nybildat specialbolag, ett s.k. SPV. Detta SPV

---

<sup>2</sup> ESME, *Role of Credit Rating Agencies*, s.4

<sup>3</sup> Valdez, Stephen, *An Introduction to Global Financial Markets*, 5:e upplagan, Palgrave Macmillan, 2007, s.117 f.

<sup>4</sup> Wood, Philip, R., *Law and Practice of International Finance*, University edition, Sweet & Maxwell, 2008, s.332 f.

<sup>5</sup> Micu, Marian, Remolona, Eli & Wooldridge, Philip, *The price impact of rating announcements: which announcements matter?*, BIS Working Papers No. 207, Bank for International Settlements, juni 2006.

<sup>6</sup> Kettering, Kenneth C., *Securitization and Its Discontents: The Dynamics of Financial Product Development*, Cardozo Law Review, Vol. 29, p. 1553, 2008.

<sup>7</sup> Nydrén, Birger, *Om kreditrisker och juridiska risker vid s.k. värdepapperisering*, SvJT 1995, s.222-240.

bildas endast i syfte att förvärva nämnda tillgångar. Själva förvärvet finansieras genom att bolaget upptar ett obligationslån. De aktuella obligationerna (värdepapperna) som emitteras till marknaden är då säkerställda av tillgångarna från originatorn. Äganderätten tillgångarna övergår genom en ren risköverföring (s.k. *true sale*). Därmed försvinner fordringarna från originatorns balansräkning, samtidigt som regulatoriska kapitaltäckningskrav kan bortses ifrån.<sup>8</sup> Marknaden för just svenska säkerställda obligationer har tidigare dominerats av bolånestödda *true sale*-obligationer inkluderade i SPV:n.<sup>9</sup>

Kreditvärderingsinstitutens verksamhet omfattar att bedöma nämnda specialbolags eller underliggande tillgångars kreditvärdighet. Om kreditvärdigheten bedöms som god, kan emittenten gagnas av lägre finansieringskostnader än om utgångspunkten hade varit en värdering av själva emittenten.<sup>10</sup> Detta tillvägagångssätt kan också användas för att frigöra emittenten från en lägre kreditvärdering. Om ett företag med hög kreditvärdering önskar delta i ett projekt med hög risk, drabbar projektets potentiellt lägre kreditvärdering nämligen inte originatorn.<sup>11</sup> Företag i behov av finansiering anses generellt hellre använda sig av emittering på kapitalmarknader än av lån från kommersiella banker.<sup>12</sup> Vid emittering på en offentlig marknad möjliggörs ett bättre pris samt en mer diversifierad bas för finansiering, jämfört med att finansiera sin skuld genom banklån. Nackdelarna innefattar skärpt informationsplikt, högre transaktionskostnader samt kostnaden för en kreditvärdering av säkerheten.<sup>13</sup> Dessa emitteringar innefattar en allt större mängd komplicerade värdepapperiseringar. I avsaknad av erkänd individuell kreditvärdighet, är dessa finansiella instrument i behov av kreditvärderingar från institut.<sup>14</sup> En hög kreditvärdering är därmed nödvändig för att kunna emittera ett finansiellt instrument och för att erhålla en lägre räntesats.<sup>15</sup>

Kreditvärderingar används främst av utomstående som bakgrundsinformation vid investerings- och finansieringsbeslut. De används särskilt i syfte att beräkna placeringsrisker.<sup>16</sup> När en investerare beslutar om huruvida en investering ska företas, är den enskilt viktigaste faktorn risken av att motparten inte kommer att kunna betala. Ju högre nämnda risk är, desto högre ränta kommer investeraren att efterfråga. I syfte att klargöra

---

<sup>8</sup> de Hevesy, Stefan & Sahibzada, Karim, *Nya förutsättningar för värdepapperisering?*, Ny Juridik 4:00, s.32-50.

<sup>9</sup> Lampe, Mattias & Stenström, Olof, *Securitisations and covered bonds in Sweden*, Global Securitisation and Structured Finance 2008.

<sup>10</sup> de Hevesy & Sahibzada

<sup>11</sup> Basel-kommittén, *Report on Special Purpose Entities*, s.1

<sup>12</sup> Henderson, Schuyler K., *Regulation of credit derivatives: to what effect and for whose benefit?* Part 1, (2009) Butterworth's Journal of International Banking and Financial Law Vol 24, No 3, s.147.

<sup>13</sup> Duff, Angus, *The credit rating agencies and stakeholder relations: issues for regulators*, Butterworth's Journal of International Banking and Financial Law (2009) Vol 24, No 1, s.11.

<sup>14</sup> Henderson

<sup>15</sup> Wood, s.475 f.

<sup>16</sup> För. (EG) nr 1060/2009, ingress p.1

denna risk, använder investerare sig av institutens kreditvärderingar. Kreditvärderingarna baseras på icke offentliggjord information om t.ex. kvaliteten på bolagets företagsstyrning. Dessa erbjuder således mer information än vad en potentiell investerare hade kunnat tillgodogöra sig på egen hand.<sup>17</sup>

Nationella tillsynsmyndigheter använder sig av kreditvärderingar för att bedöma kapitaltillräcklighet hos finansiella institut.<sup>18</sup> Kreditbetygen kan således användas av finansiella institut som referenser vid beräkningar av deras kapitalkrav i solvensavseende.<sup>19</sup> Det regelverk som betecknas som *Basel II* medger nämligen att institutens värderingar av företag får användas av de senare för att avgöra företagets kapitalbehov.<sup>20</sup>

Det internationella organet *Bank for International Settlements*, s.k. *lender of last resort* för centralbanker, har genomfört studier som visar att samtliga former av uttalanden från kreditvärderingsinstitut har omfattande påverkan på marknadens prissättning av ett instrument.<sup>21</sup> Kreditvärderingar påverkar således i väsentlig grad hur marknaden fungerar samt investerares och konsumenters tillit till densamma. Av denna anledning, anses det vara av stor vikt att kreditvärderingsinstituts verksamhet utövas enligt principer som säkerställer oberoende, objektiva och kvalitativa kreditvärderingar.<sup>22</sup>

---

<sup>17</sup> Adams, David, *Banking and Capital Markets*, College of Law Publishing, 2009, s.223.

<sup>18</sup> Wood, s.332

<sup>19</sup> För. (EG) nr 1060/2009, ingress p.1

<sup>20</sup> Basel-kommittén, *Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards – A Revised Framework*, november 2005.

<sup>21</sup> Micu, Remolona & Wooldridge

<sup>22</sup> För. (EG) nr 1060/2009, ingress p.1

# 3 Potentiella intressekonflikter

## 3.1 Marknaden för kreditvärderingar

Marknaden för kreditvärdering domineras av instituten Moody's, S & P och Fitch, med sammanlagt 95 % av marknadsandelarna. Moody's och S & P innehar ca 40 % var av marknadsandelarna. Begränsningen i konkurrens anses bero på att investerare kräver global täckning med kontinuitet i värderingen och på att tillsynsorganens krav för tillträde till marknaden är omfattande. Branschen kategoriseras således av en oligopolstruktur.<sup>23</sup> Noteras bör att det emellertid finns en betydande mängd mindre kreditvärderingsinstitut på världsmarknaden, ofta med särskilda inriktningar, vilket innebär att det totala antalet institut närmar sig 150 stycken.<sup>24</sup> För närvarande har de flesta kreditvärderingsinstitut sina huvudkontor i USA.<sup>25</sup> I Sverige är endast ett kreditvärderingsinstitut verksamt, nämligen S & P: s filial Standard & Poor's Sverige.<sup>26</sup>

Marknaden för kreditvärderingar, särskilt avseende strukturerade instrument, har undergått substantiell förändring under 2000-talet. Det är framför allt en skiftning i institutens klientel som kan utläsas. När institutens främsta föremål för värdering förändrades från att vara företagsobligationer till att vara strukturerade produkter, ändrades också koncentrationen av emittenter. Från att instituten finansierades av emittenter som var för sig understeg 1 % av institutens omsättning, började år 2002 större investmentbanker att kontinuerligt efterfråga värderingar. Emittenterna befann sig därmed i ett bättre förhandlingsläge, eftersom hotet om att välja ett annat institut (s.k. *rating shopping*) hade större inverkan på instituten. De sex största s.k. *underwriters* (ung. garanter) stod år 2007 för över hälften av marknaden för emittering av subprime-obligationer. Lehman Brothers Holdings Inc., som sedermera gick i konkurs, var den största med över 10 % av marknadsandelarna. Utvecklingen förstärktes av att Fitchs marknadsandelar steg kraftigt under samma årtionde, med anledning av institutets omfattande förvärv av flertalet mindre institut. Den ökade marknadskonkurrensen, som innebar att tidigare duopol förändrades till ett oligopol, satte stor press på S & P och Moody's att behålla sina klienter och inflytande.<sup>27</sup> Vissa inom doktrinen menar därför att Fitchs inträde på marknaden resulterade i sämre kvalitet hos kreditvärderingarna. Att ökad

---

<sup>23</sup> Duff

<sup>24</sup> Frost Carol Ann, *Credit Rating Agencies in Capital markets: A review of Research Evidence of Selected Criticism of the Agencies*, State University of New York at Buffalo School of Management, 15 mars 2006.

<sup>25</sup> För. (EG) nr 1060/2009, ingress p.2

<sup>26</sup> Finansinspektionen, *Godkännande som kreditvärderingsföretag vid tillämpningen av lag (2006:1371) om kapitaltäckning och stora exponeringar*, FI Dnr 06-1139-419, 26 mars 2007.

<sup>27</sup> Coffee, John C., *Ratings Reform: The Good, The Bad and The Ugly*, Columbia University Law School, Working Paper No. 375, juli 2010.



konkurrens kan leda till sämre kreditvärderingar får dock sällan genomslag i de omfattande regulatoriska kraven.<sup>28</sup> Dessutom upphörde emittenter att betala för faktisk verifikation, vilket var en tjänst som instituten erbjöd för att öka omfattningen av *due diligence*. Dessa faktorer ledde sammantaget till en ökad risk för intressekonflikter, på en marknad som redan var föremål för en hög sådan, samt sedermera till kreditvärderingsinstitutens inblandning i finanskrisen 2007-2008.<sup>29</sup>

## 3.2 Potentiella intressekonflikter

### 3.2.1 Allmänt om intressekonflikter inom finansiella institut

Intressekonflikter förekommer i ett flertal verksamheter med anknytning till finansiella institut. De olika intressekonflikterna kan variera från rena intressekonflikter till jävslänkande situationer eller till relationer med någon form av lojalitetsplikt.<sup>30</sup> Finansiella intressekonflikter kan hanteras rättsligt genom förbud (t.ex. vid insiderhandel), särskilda begränsningar (t.ex. vid företagsförvärv), informationsplikt till berörda intressenter eller genom självreglering från branschens sida.<sup>31</sup>

### 3.2.2 Intressekonflikter på analytikernivå

Intressekonflikter vid kreditvärderingar kan uppstå på grund av den enskilda analytikerns agerande. Det kan exempelvis röra sig om en analytiker eller dess kollega som själv innehar de finansiella instrument som ska graderas. En analytiker kan även bli föremål för anställningserbjudande från en graderad emittent. Under en period när en av Moody's styrelseledamöter innehade samma position hos en emittent, blev denna emittent förmånligt graderad även efter att den övriga marknaden hade nedgraderat emittenten under investeringsnivå. En ytterligare intressekonflikt som analytiker kan ge upphov till är om denne erhåller provision baserat på de avgifter som emittenter betalar för att graderas. Rating shopping resulterar i en risk för att en enskild analytiker utfärdar värderingar i syfte att gagnas av en större summa avgifter och därmed provision.<sup>32</sup>

---

<sup>28</sup> Becker, Bo & Milbourn, Todd, *How Did Increased Competition Affect Credit Ratings?*, Working Paper 16404, National Bureau of Economic Research, september 2010.

<sup>29</sup> Coffee, 2010

<sup>30</sup> Gorton, Lars, Varför skall man lita på banker?: några synpunkter på tillit och intressekonflikter, Emner i kreditretten og kapitalmarkedsretten, Köpenhamn, 2004, i *Handelsrättsliga variationer*, Studentlitteratur, 2009, s.83 f.

<sup>31</sup> Nord, Gunnar & Thorell, Per, *Intressekonflikter och deras hantering – en introduktion*, i Nord, Gunnar & Thorell, Per (red.), *Intressekonflikter och finansiella marknader*, Stockholm Centre for Commercial Law, Nummer 4 i Centrets skriftserie, Iustus Förlag, 2006, s.19 ff.

<sup>32</sup> Bai, Lynn, *On Regulating Conflicts of Interest in the Credit Rating Industry*, University of Cincinnati, Research Paper Series No. 10-17, 1 maj 2010.

En mer regulatoriskt uppmärksammas intressekonflikt på analytikernivå rör parallella erbjudanden av tjänster. Dessa parallella erbjudanden kan exempelvis innefatta lånestrukturering eller konsultverksamhet inom riskhantering. De flesta kreditvärderingsinstitut erbjuder sådana tjänster utöver kärnverksamheten som kreditvärderare. Om en analytiker assisterar i strukturerandet av sådana produkter, finns risk för en intressekonflikt när samma person därefter ska värdera instrumentet. Korrektheten av en sådan kreditvärdering kan ifrågasättas, vilket drabbar investerare. Även emittenter kan drabbas negativt, eftersom en värdering kan påverkas av huruvida emittenten är villig att bekosta ytterligare tjänster.<sup>33</sup>

### 3.2.3 Intressekonflikter på institutnivå

Oligopolstrukturen på marknaden medför att farhågor har funnits om alltför likriktade värderingar från de olika instituten. Ofta följer också de stora instituten varandras omvärderingar av finansiella instrument. Det finns dock exempel på att de skiljer sig åt. Moody's nedgraderade år 1992 Swiss Bank Corporation från dess AAA-nivå, medan S & P inte gjorde detsamma förrän tre år senare.<sup>34</sup>

På institutnivå har också icke-finansierade kreditvärderingar varit föremål för regulatoriskt intresse. Dessa icke-finansierade värderingar utfärdas alltså utan att den relevanta emittenten har efterfrågat eller bekostat värderingen. Icke-finansierade kreditvärderingar baseras på ofullständig information om emittenten, eftersom denne inte har något intresse av att institutet offentliggör en värdering. Ett sådant förfarande kan medföra en risk att emittenter pressas till att bekosta en komplett bedömning, i hopp om att nå en mer fördelaktig gradering.<sup>35</sup> Moody's kontaktade år 1998 emittenten Hannover Re för att erbjuda sina tjänster. Hannover Re valde dock att istället använda sig av S & P. Moody's utfärdade därefter under en längre period icke-finansierade värderingar av Hannover Re till flera grader lägre än S & P. Moody's slutgiltiga nedgradering orsakade ett stort prisfall på Hannover Re. Moody's fick omfattande kritik i detta avseende och undersöktes av amerikanska myndigheter för misstankar om brott mot konkurrensrätten.<sup>36</sup> Ett ytterligare exempel var när ett skoldistrikt år 1993 valde att byta sin tidigare kreditvärderare Moody's mot S & P och Fitch. Skoldistriktets obligationer mottogs väl på marknaden tills Moody's uttalade sig negativt om kreditvärdigheten, vilket resulterade i att skoldistriktet tvingades till en radikal prissänkning.<sup>37</sup>

Den betalningsmodell som kreditvärderingsinstitut tillämpar har fått stort regulatoriskt intresse. Fram till och med 1970-talet bekostades institutens

---

<sup>33</sup> Bai

<sup>34</sup> Valdez, s.119

<sup>35</sup> Bai

<sup>36</sup> Valdez, s.119. Misstankarna resulterade emellertid inte i något juridiskt ansvar för Moody's.

<sup>37</sup> Jefferson County School District v Moody's Investor Services Inc (1999)

värderingar av investerare.<sup>38</sup> Huvudfinansieringen av instituten bekostas dock sedan dess av emittenter, medan informationens huvudanvändare fortfarande utgörs av potentiella investerare.<sup>39</sup> Att investerare skulle bekosta kreditvärderingen har inte längre ansetts möjligt att genomföra, då dessa inte antas vara beredda att finansiera verksamheten.<sup>40</sup> Att emittenter bekostar kreditvärderingar anses emellertid öka risken för rating shopping, eftersom det ligger i emittentens intresse att bekosta en kreditvärdering från det institut som tillhandahåller mest förmånlig gradering. Det ökar i sin tur risken för att institutet ifråga väljer att utfärda en mer positiv kreditvärdering än vad som borde ha varit fallet.<sup>41</sup>

---

<sup>38</sup> White, Lawrence J., *The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis*, The New York University Center for Law and Business, Working Paper No CLB-01-001, 2001.

<sup>39</sup> Hanqvist, Dan, *Kreditvärderingsinstitutens roll och reglering*, Förvaltningsrättslig tidskrift nr 2, 2008, s.91.

<sup>40</sup> Financial Times, *Top marks no longer count for much*, Alice van Duyn, 13 oktober 2009

<sup>41</sup> Bai

# 4 Tidigare rättsläge

## 4.1 Ett urval av tidigare finanskriser

Före den senaste finanskrisen, identifierades över 100 stycken finanskriser med inneboende systemrisk sedan 1970-talet. Fler än 130 av de totalt 180 stycken IMF-medlemsländerna hade redan då genomlevt allvarliga bankrelaterade problem.<sup>42</sup>

Den senaste finanskrisen var inte heller den första som resulterade i krav på regulatoriska förändringar av kreditvärderingsinstituts verksamhet. År 1997 inleddes en ekonomisk kris som spreds mellan flertalet asiatiska länder och resulterade i ett akut likviditetsbehov hos de asiatiska finansiella institutionerna.<sup>43</sup> Kreditvärderingsinstituten fick massiv kritik för att inte ha förutsett problemen utan istället omvärderat finansiella instrument alltför sent. Exempelvis var Sydkorea graderat till AA- i början av året men omvärderades till BBB- i december. Institutens misstag var att de fokuserade på extern skuld som en exportandel och därmed underskattade risken för att obligationerna skulle förfalla till betalning.<sup>44</sup>

År 2002 hamnade kreditvärderingsinstitut på nytt i blåsväder. Företaget Enron gick under stor uppmärksamhet i konkurs i december 2001. Enron var vid denna tidpunkt, på grund av bolagets oriktiga uppgifter, värderat till investment grade. En gradering under den nivån borde ha inneburit att flertalet av Enrons lån hade förfallit till betalning mycket tidigare. Varken Enrons revisionsbolag Arthur Andersen eller Enrons kreditvärderare Moody's uppmärksammade de finansiella problemen.<sup>45</sup> Ett flertal kraftiga nedgraderingar av andra toppvärderade bolag såsom Worldcom, Parmalat och Marconi år 2002 resulterade i alltfler förfallna betalningar hos högt kreditvärderade obligationer. Vidare medförde nedgraderingen av Ford och General Motors år 2005 att särskilt marknaden för derivativ handel blev kraftigt påverkad.<sup>46</sup> Samtliga av de större kreditvärderingsinstituten kritiserades för att inte ha förutsett skandalerna och för att inte ha haft tillräcklig översikt över kvaliteten hos bolagens management-team.<sup>47</sup> Det är inte möjligt att fastslå kreditvärderingsinstitutens direkta inblandning i t.ex. Enrons konkurs. Moody's kritiserades dock för att inte ha nedgraderat bolaget tidigare. Medan revisionsbolaget Arthur Andersen gick i konkurs till

---

<sup>42</sup> Rochet, Jean-Charles, *Why are there so many banking crises?*, Princeton University Press, Princeton and Oxford, 2008, s.21.

<sup>43</sup> Helleiner, Eric, Pagliari, Stefano & Zimmermann, Hubert (red.), *Global Finance in Crisis – The Politics of International Regulatory Change*, Routledge/Warwick Studies in Globalisation, 2010, s.138 f.

<sup>44</sup> Valdez, s.119

<sup>45</sup> Sinclair, Timothy J., *The new masters of capital: American bond rating agencies and the politics of creditworthiness*, upplaga 1, Cornell University Press, Ithaca, 2005, s.168.

<sup>46</sup> Valdez, s.119

<sup>47</sup> Financial Times, *Top marks no longer count for much*, Alice van Duyn, 13 oktober 2009

följd av sin bedömning av Enrons problem, undslapp Moody's i princip helt juridiskt ansvar och skadeståndskrav.<sup>48</sup>

## 4.2 Regulatoriska förändringar till följd av tidigare finanskriser

### 4.2.1 Internationella riktlinjer för självreglering

Basel-kommittén upprättades på 1970-talet och utgjorde det första steget mot en internationell harmonisering av finansiell reglering. Kommittén består av representanter från nationella tillsynsmyndigheter för banker. Genom regelverket *Basel Capital Adequacy Accord* (Basel I) år 1988 fastställdes icke-bindande riktlinjer för miniminivåer på kapitaltäckning för internationella banker. Regelverket uppdaterades år 1998 och 2004 genom Basel II.<sup>49</sup> Basel-kommitténs regelverk har påverkat kreditvärderingsinstitutens verksamhet främst genom att binda vissa av riktlinjerna för graden av kapitaltäckning till den kreditvärdering som en institution lyckas uppbära.<sup>50</sup> Större banker har haft möjlighet att, genom kreditvärderingsinstitutens analyser, kunna fastställa egna kapitaltäckningskrav. Därmed har Basel I och II medfört att marknaden i högre grad än tidigare har varit beroende av kreditvärderingsinstitutens verksamhet.<sup>51</sup>

IOSCO är en internationell organisation bestående av representanter från medlemsländernas finansinspektioner, med syftet att harmonisera och främja reglering på den globala värdepappersmarknaden. Den regulatoriska harmonisering som Basel-kommittén hade inlett, utsträcktes genom IOSCO till värdepappersmarknaden och närliggande sektorer, såsom kreditvärderingsinstitutens verksamhet.<sup>52</sup> IOSCO utfärdade år 2004 en icke-bindande *Code of Conduct* i syfte att förbättra skyddet för investerare och öka offentligheten kring institutens verksamhet. Det var uttalat från IOSCOs sida att tillhandahålla instituten omfattande flexibilitet i den individuella tillämpningen av koden. Graden av implementering från kreditvärderingsinstitutens sida är därför helt frivillig. Koden använder sig istället av en *följ eller förklara*-metod.<sup>53</sup> Majoriteten av de stora kreditvärderingsinstituten hade emellertid inkorporerat IOSCOs kod till fullo år 2007.<sup>54</sup> Koden baseras på allmänna principer, som fastställer att instituten exempelvis ska verka oberoende och erbjuda sina analyser efter

---

<sup>48</sup> Partnoy, Frank, *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like other Gatekeepers*, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 07-46, 2006.

<sup>49</sup> Basel-kommittén, Basel I: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards (Basel Capital Adequacy Accord), april 1998.

<sup>50</sup> Basel-kommittén, Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards – A Revised Framework, november 2005.

<sup>51</sup> Helleiner, Pagliari & Zimmerman, s.4

<sup>52</sup> Helleiner, Pagliari & Zimmerman, s.2

<sup>53</sup> IOSCO, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, december 2004, s.2

<sup>54</sup> CESR, *Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code*, s.4

noggrant genomarbetade metoder.<sup>55</sup> Sedan år 2004 är EU-organet CESR, bestående av nationella tillsynsmyndigheters representanter, ansvarigt för tillsyn av den europeiska efterlevnaden av IOSCOs kod.<sup>56</sup>

## 4.2.2 Gemenskapsrättslig reglering

Behovet av kreditvärderingar i EU har historiskt sett varit mindre än i USA, eftersom europeiska företag primärt har finansierat sin verksamhet genom banklån istället för genom externa finansiärer. Till följd av finansmarknadens internationalisering, har efterfrågan på strukturerade produkter och kreditvärderingar ökat vilket i sin tur har ökat behovet av gemenskapsrättslig reglering.<sup>57</sup>

Vid tidpunkten för Enrons konkurs, omfattades kreditvärderingsinstitut av direktivet om marknadsmissbruk. Nämnade direktiv innebar att kreditvärderingsinstitut som borde ha haft kunskap om att en utfärdad värdering är felaktig eller missvisande, ålades ansvar för marknadsmanipulation. En värdering måste således ändras om ett institut erhåller kunskap om att den är missvisande.<sup>58</sup> Institutens verksamhet täcktes också till viss del av direktiven om kapitaltäckningskrav och marknadsstillträde. Dessa baseras på Basel II och medger bl.a. att rättsligt reglerade institutioner får använda sig av värderingar från särskilt godkända kreditvärderingsinstitut i sina bedömningar av kapitalkrav.<sup>59</sup> Till följd av de tidigare finanskriserna, utfärdade kommissionen år 2004 en översyn av gällande regelverk. Det framkom då indikationer på att instituten använde sig av bristande värderingsmetoder. Kommissionen fann emellertid att existerande direktiv samt IOSCOs Code of Conduct utgjorde en tillräcklig reglering av institutens verksamhet.<sup>60</sup>

## 4.2.3 Svensk reglering

Även om institutens verksamhet till största del har reglerats på regional och internationell nivå, har det även sedan tidigare funnits svensk lagtext på området. *Lagen om kapitaltäckning och stora exponeringar* har reglerat vilka kriterier ett kreditvärderingsinstitut måste uppfylla för att godkännas

---

<sup>55</sup> IOSCO, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, december 2004, s.4 f.

<sup>56</sup> EU Commission, *Commission Decision of 23 January 2009 establishing the Committee of European Securities Regulators*, 2009/77/EC

<sup>57</sup> Lyngge Andersen, Lennart (red.), *Rating af finansielle virksomheder*, Center for kreditret og kapitalmarkedsret, Handelshøjskolen i København, Kredit- og kapitalmarkedsretsserien 9, Thomson Reuters, 2009, s.28.

<sup>58</sup> Dir. 2003/6/EG

<sup>59</sup> Dir. 2006/48/EG och dir. 2006/49/EG

<sup>60</sup> EU Commission, *Communication from the Commission on Credit Rating Agencies*, 2006/C59/02

av Finansinspektionen att verka i Sverige. De svenska föreskrifterna har dock endast utformats som komplement till gemenskapsrätt på området.<sup>61</sup>

#### 4.2.4 Amerikansk reglering

Kreditvärderingar har använts i USA sedan slutet av 1800-talet, då man inledde samlandet av sådan information relaterad till järnvägsindustrin.<sup>62</sup> Den främsta inkomstkällan för instituten utgjordes av investerare, vilka efterfrågade upplysningar om olika obligationer. Eftersom inget av de dåvarande instituten kunde förutsäga börskraschen år 1929, förlorade branschen en stor del av sin trovärdighet i samband med depressionen. Kreditvärderingsinstituten fick då omfattande kritik för att deras värderingar endast baserades på offentligt tillgänglig information och således inte hade förmåga att ändras i samma hastighet som marknadsförhållanden.<sup>63</sup>

Den amerikanska finansinspektionen SEC upprättade därefter ett system för att erkänna och registrera vissa kreditvärderingsinstitut en status som NRSROs. Syftet var att nationellt välansedda institut skulle medföra en större trovärdighet på marknaden. Registreringen innebär också att reglerade institutioners kapitalkrav avgörs efter vilken kreditvärdering institutionernas investeringar får.<sup>64</sup> De institut som har erkänts som NRSROs har fått ökat inflytande, genom att allt fler amerikanska författningar sedermera har hänvisat till en NRSRO-standard.<sup>65</sup> De institut som inte fick NRSRO-status hade däremot ingen möjlighet att utfärda värderingar som finansiella institutioner kunde använda för regulatoriska syften. Deras värderingar hade därmed betydligt mindre värde på finansmarknaderna. Att de var just instituten med NRSRO-status som inte nedgraderade Enron förrän två dagar före bolagets konkursansökan, gav upphov till kritik mot SEC för bristande regelverk.<sup>66</sup>

Efter kriserna år 1995-2005 valde USA att år 2006 komplettera IOSCOs självreglering av branschen med att införa *Credit Rating Agency Reform Act*. Lagstiftningen var också en följd av att SEC hade nått slutsatsen att det förekom kreditvärderingar som inte var finansierade av emittenter, dvs. sådana värderingar som utfördes på kreditvärderingsinstitutens eget initiativ. Dessutom fanns en ökad tendens till parallellt erbjudande av värdering och rådgivning till strukturering.<sup>67</sup> Credit Rating Agency Reform Act innebar att en ökad informationsplikt för institut i samband med NRSRO-ansökningar. Instituterna ålades också att genom dokumentation påvisa en väletablerad ställning på marknaden för att kunna beviljas NRSRO-status. Lagstiftningen

---

<sup>61</sup> Dir. 2006/48/EG och 2006/49/EG togs t.ex. i beaktande vid Finansinspektionens beslut att godkänna S & P som kreditvärderingsföretag vid tillämpning av lagen om kapitaltäckning och stora exponeringar, se FI Dnr 06-1139-419.

<sup>62</sup> Sinclair, s.23 och Partnoy, 2006

<sup>63</sup> Lyng Andersen, s.27

<sup>64</sup> UNCR och SOA

<sup>65</sup> Se t.ex. ICA, SEA och GSA

<sup>66</sup> Coffee, 2010

<sup>67</sup> SEC, *Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, 18 juni 2007, s.5 ff.

gav SEC utökade befogenheter på området, genom en rätt att utfärda regler och riktlinjer på området för kreditvärderingar. SEC nekades dock uttryckligen befogenhet att reglera innehållet i eller metoderna för kreditvärderingar.<sup>68</sup>

Kreditvärderingsinstitutens juridiska ansvar baserades vid denna tidpunkt på lagstiftning om bedrägeri, vilken uppställde som rekvisit att kâranden bevisade med särskild styrka ett betydande inslag av bedrägeri hos svaranden för att en förundersökning ens skulle kunna inledas.<sup>69</sup> När det gäller vårdslös eller missvisande kreditvärdering, har lagstiftning undantagit NRSRO-institut från det expertansvar som gäller för liknande rättsfigurer såsom revisorer, värdepappersanalytiker och finansiella rådgivare.<sup>70</sup> Credit Rating Agency Reform Acts uttryckliga förbud att granska institutens värderingsmodeller innebar att en undersökning av eventuell vårdslöshet ytterligare beskars.<sup>71</sup> I en rapport från den amerikanska senaten klagörs också att även om instituten teoretiskt sett omfattades av ansvar för bedrägeri, var det osannolikt att en domstol skulle ålägga ansvar för vårdslöst agerande.<sup>72</sup> Kreditvärderingsinstitutens verksamhet har vidare ansetts skyddade av den amerikanska konstitutionens *First Amendment* om yttrandefrihet.<sup>73</sup>

---

<sup>68</sup> Credit Rating Agency Reform Act

<sup>69</sup> PSLRA

<sup>70</sup> SEA.

<sup>71</sup> Tak Shin, Hyeon, *Legal Liabilities of Credit Rating Agencies in Structured Finance: Based upon the Business Ethics for Investor Protection*, School of Law, University of California Berkeley, 2009.

<sup>72</sup> Sack, Jonathan S. & Juris, Stephen M., *Rating Agencies: Civil Liability Past and Future*, New York Law Journal, Vol 238, No 88, 2007.

<sup>73</sup> Se *Jefferson County School District v Moody's Investor Services Inc* (1999) samt *In re Enron Corp. Securities Derivative & ERISA litigation* (S.D. Tex., 2005). Se vidare diskussion i avsnitt 8.1.



# 5 Institutens inblandning i den senaste finanskrisen

## 5.1 Finanskrisen 2007-2008

Derivativa instrument är en samlingsbeteckning på finansiella instrument vars värde avgörs av värdet på underliggande tillgångar (t.ex. valutor, råvaror, räntor, aktier samt index på sådana tillgångar).<sup>74</sup> I samband med finanskrisen var s.k. *Collateralized Debt Obligations* (CDO) särskilt frekvent som sådant instrument. En CDO innebär att en obligation ompaketeras med andra skulder i olika trancher och vidare säljs på andrahandsmarknaden till en högre värdering. Därigenom kan illikvida tillgångar omstruktureras till omsättningsbara finansiella instrument.<sup>75</sup> Risken fördelas således på flertalet olika investerare och resulterar i att de underliggande tillgångarna kan spridas genom det internationella finansiella systemet.<sup>76</sup> Denna lånekarusell är möjlig under förutsättning att alla kredittagare fullgör sina förpliktelser. Det derivativa instrumentet fick tidigt kritik för att vara alltför enkelt att överföra och därmed uppmuntra ännu högre risktagande.<sup>77</sup> Svårigheten i att bedöma kreditrisken för olika trancher och dess underliggande tillgångar, medför att kreditvärderingsinstitutens bedömningar har varit essentiella på marknaden för strukturerade produkter.<sup>78</sup>

Den senaste finanskrisen utlöstes främst av 1990-talets kraftigt stigande huspriser i USA. Uppgången kan relateras till låga räntor och en hög tillväxt i kreditgivning.<sup>79</sup> Finansiella institutioner bidrog till boomen genom att utfärda lån till icke-kreditvärdiga hushåll, s.k. *subprime*-lån. Subprime-lånens räntor omräknades till högre nivåer när huspriserna började falla.<sup>80</sup> De amerikanska subprime-lånen var ompaketerade och omstrukturerade till att fungera som underliggande tillgångar till CDO, vilket resulterade i bolånehypoteksstödda säkerheter.<sup>81</sup> Redan i ett tidigt skede av krisen ifrågasatte vissa investerare kreditvärderingsinstitutens höga värdesättning av de amerikanska hypotekslånstödda säkerheterna och tillhörande CDOs.<sup>82</sup> Finansiella firmors säkerheter baserades på hypotekslån. När allt

---

<sup>74</sup> Afrell, Lars m.fl., *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, upplaga 2:1, Norstedts Juridik, 1998, s.96

<sup>75</sup> Hanqvist

<sup>76</sup> Gorton, Lars, *Inledning*, i Gorton, Lars & Millqvist, Göran (red.), *Finansiella kriser – betalningssystem och skuldförhållanden*, Stockholm Centre for Commercial Law, Nummer 9 i Centrets skriftserie, Iustus Förlag, 2009, s.18.

<sup>77</sup> Valdez, s.429

<sup>78</sup> Hanqvist

<sup>79</sup> Eriksson, Kent & Hermansson, Cecilia, *2008 års kris i det finansiella systemet och världsekonomin*, i Gorton & Millqvist, s.51

<sup>80</sup> FT.com, *Big Freeze part 1: How it began*

<sup>81</sup> Gorton, Lars, *Inledning*, i Gorton & Millqvist, s.18

<sup>82</sup> ESME Report to the European Commission, *Role of Credit Rating Agencies*, s.9 f.

färre låntagare kunde fullgöra sina förpliktelser, upplevde dessa firmor en stor värdenedgång på sina tillgångar. Banker försökte då lagra sitt kapital, istället för att vidarelåna det, vilket resulterade i att interbankmarknaden raserades. Därmed kunde inte bankerna låna ut kapital emellan sig, vilket i sin tur resulterade i en akut och global likviditetskris.<sup>83</sup>

Värdepapperiseringar är beroende av likviditetsstöd för att kunna vidareöverföra skuld genom SPV.<sup>84</sup> När marknaderna frös, fanns det inte längre någon sådan möjlighet att överföra skulden och lånen blev värdelösa. Likviditetskrisen övergick sedermera i en solvensrisk för de banker som var värst utsatta.<sup>85</sup> Kreditåtstramning och högre räntekostnader förvärrade en begynnande lågkonjunktur, vilket resulterade i en global recession.<sup>86</sup>

## 5.2 Kreditvärderingsinstitutens delaktighet i finanskrisen

De höga kreditvärderingarna av de finansiella instrumenten hade inverkan på olika områden. Kreditvärderingar användes före finanskrisen i flertalet rättsligt reglerade sammanhang. De fungerade, genom att fastställa kapitalkrav, som styrmedel för vilka möjligheter reglerade finansiella institutioner hade att investera i finansiella instrument. När finansiella instrument i stora omstrukturerade paket erhöll förmånliga värderingar, fick finansiella institutioner större möjlighet att investera i instrumenten än om de hade sålts var för sig till lägre värdering. Kreditvärderingsinstitutens generellt goda renommé på marknaden innebar dessutom att både reglerade och icke-reglerade investerare fäste stor tillförlitlighet till institutens värderingar av bolånerelaterade säkerheter, i synnerhet eftersom den potentiella vinsten var högre än likvärdigt graderade företagsobligationer.<sup>87</sup> Vissa menar att själva förekomsten av strukturerade finansiella instrument var fullständigt beroende av kreditvärderingsinstitut, eftersom dessa aktörer var de enda med reell insikt i de komplicerade produkterna.<sup>88</sup>

En studie av närmare 1000 stycken CDOs emitterade år 1997-2007, indikerar att kreditvärderingsinstitutet inte följde en konsekvent värderingsmetod för att bedöma värdet av underliggande tillgångar. Förändringar av värderingar utfördes snarare på subjektiva grunder och resulterade i 84 % av fallen i uppgraderingar. Studien visar att de strukturerade instrumenten var systematiskt övervärderade till AAA-nivå och att de generellt borde ha graderats till BBB, om institutens egna

---

<sup>83</sup> FT.com, *Big Freeze part 1: How it began*

<sup>84</sup> ESME Report to the European Commission, *Role of Credit Rating Agencies*, s.9 f.

<sup>85</sup> FT.com, *Big Freeze part 1: How it began*

<sup>86</sup> Eriksson, Kent & Hermansson, Cecilia, *2008 års kris i det finansiella systemet och världsekonomin*, i Gorton & Millqvist, s.51

<sup>87</sup> White, Lawrence J., *The Credit Rating Agencies: Understanding Their Central Role in the Subprime Debacle of 2007-2008*, Stern School of Business, New York University, 2009.

<sup>88</sup> Utzig, Siegfried, *The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective*, Asian Development Bank Institute, Working Paper Series, No. 188, januari 2010.

modeller hade följts.<sup>89</sup> Detta bekräftas också av en studie från New York Federal Reserve Bank, som vidare tydliggör att kreditvärderingar år 2005-2007 innehöll en särskilt hög andel fel. Indikationer finns också på att de strukturerade produkterna innehöll en större mängd sämre underliggande tillgångar än vad som framkom i värderingarna.<sup>90</sup> EU-organet CESR har publicerat studier som visar att den betydande mängden nedgraderingar under juni 2007 till juni 2008 jämfört med januari-juni 2007, är ett direkt resultat av att kreditvärderingar före finanskrisen var alltför optimistiska och inte reflekterade marknadsvärdet på de underliggande tillgångarna.<sup>91</sup> Flertalet rapporter från internationella tillsynsorgan visar att de snabba och subversiva nedgraderingarna av strukturerade instrument var en direkt katalysator till finanskrisens globala genombrott.<sup>92</sup>

När det gäller de amerikanska hypotekslånstödda säkerheterna, använde instituten bedömningsmodeller som innebar ett antagande om att de amerikanska huspriserna inte skulle kunna sjunka nationellt.<sup>93</sup> Institutet förutsåg därmed inte den höga förfallonivå som uppstod i instrumenten. SPV:n och CDO:s imploderade trots att de hade värderats till investment-nivå eller till AAA-nivå (likvärdigt med de mest stabila suveräna staterna). Institutet brast vidare i sin övervakning över värdeminskningen hos poolerna av CDO:s. Institutet missbedömde mekanismerna för likviditetsstöd avseende värdepapperiseringar som tillräckliga.<sup>94</sup> Institutet fokuserade på de finansiella instrumentens kreditrisk men beaktade inte de underliggande tillgångarnas marknadsrisk.<sup>95</sup> Enligt IOSCO, innebar institutens oförmåga att lösa branschens intressekonflikter att de i samband med finanskrisen inte uttalade sig fullständigt oberoende.<sup>96</sup>

S & P har erkänt bristerna i dess värderingar av bolånstödda säkerheter, särskilt de som utfärdades mellan 2005 och 2007. Dessa värderingar stresstestades för 20 % nedgång i huspriser men inte för de reella prisfall med 60 % som förekom i vissa regioner. S & P menar dock att kreditvärderingar av övriga finansiella instrument har haft en

---

<sup>89</sup> Griffin, John, M. & Tang Yongjun, Dragon, *Did Subjectivity Play a Role in CDO Credit Ratings?*, SSRN id no. 1364933, 2009.

<sup>90</sup> Coffee, 2010

<sup>91</sup> EU Commission, *Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies - Summary of the Impact Assessment*, SEC(2008) 2746, 12 november 2008

<sup>92</sup> Financial Stability Forum – *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7 april 2008. SEC, *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Selected Credit Rating Agencies*, juli 2008. EU Commission, *Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies - Summary of the Impact Assessment*, SEC(2008) 2746, 12 november 2008.

<sup>93</sup> Eriksson, Kent & Hermansson, Cecilia, *2008 års kris i det finansiella systemet och världsekonomin*, i Gorton & Millqvist, s.51

<sup>94</sup> ESME Report to the European Commission, *Role of Credit Rating Agencies*, s.9 f.

<sup>95</sup> Eriksson, Kent & Hermansson, Cecilia, *2008 års kris i det finansiella systemet och världsekonomin*, i Gorton & Millqvist, s.51

<sup>96</sup> IOSCO, Technical Committee, *Final Report on the Subprime Crisis*, maj 2008, s.2

tillfredsställande kvalitet.<sup>97</sup> S & P menar vidare att kreditvärderingar inte beaktar marknadsvärdet på finansiella instrument och därmed inte kan vara skyldiga att förutsäga hur marknaden kommer att motta instrumenten. Kreditvärderingar beaktar endast kreditrisken, vilken S & P menar har varit i överensstämmande med verkliga förhållande för de finansiella instrument som inte rör RMBS och CDOs. S & P menar att kreditvärderingsinstitutens funktion är att säkerställa att instrument med hög värdering är mindre benägna att förfalla till betalning än andra. Förutom avseende nämnda instrument, anser S & P att detta krav har uppfyllts före och efter finanskrisen.<sup>98</sup> S & P menar vidare att finanskrisen inte bara har resulterat i negativa följder. Institutet menar att krisen också har inneburit att investerare har tvingats inse att fler kriterier än kreditvärdighet måste bedömas vid beslut om investeringar.<sup>99</sup>

Vidare, har Moody's fått kritik för bristande intern kontroll av sina metoder. I mitten på 2006 utvecklade Moody's en ny värderingsmetod för en ny typ av skuldebrev, s.k. CPDO. Emittenter av CPDO är SPV: n som säljer icke-finansierade s.k. *credit default swaps* på börslistor för företagsskuld.<sup>100</sup> En swap är ett finansiellt avtal mellan två parter om byten av betalningsflöden med varandra under en viss period.<sup>101</sup> Vinsten på försäljningen av CPDO används för att förvärva högt likvida tillgångar, som vid en avtalad tidpunkt kan säljas för att finansiera emittentens skyldigheter under de icke-finansierade *credit default swaps*. I slutet av 2006, hade Moody's utfärdat värderingar av flertalet europeiska emittenter av CPDO (till ett värde av totalt USD 1 billion) med hjälp av sin nya metod. Metoden genererade dock inte likvärdiga resultat som övriga metoder. I januari 2007 upptäckte en analytiker på Moody's att det fanns ett programmeringsfel i CPDO-metoden, vilket resulterade i att samtliga värderingar var felaktiga. Ett flertal interna möten med värderingskommittéer hölls men man beslutade sig för att inte nedgradera de berörda värderingarna. Interna dokument visar att den främsta anledningen var risken för försämrat renommé, särskilt med bakgrund av den kritik mot Moody's som redan då var omfattande. SEC har sedermera konstaterat att Moody's agerande bröt mot Moody's egna riktlinjer och därmed mot Credit Rating Agency Reform Act. Först ett år senare nedgraderade Moody's CPDO-instrumenten men utan att avslöja programmeringsfelet. I maj 2008 avslöjade slutligen Financial Times vad som låg bakom nedgraderingen. SEC har konstaterat att missvisande värderingar är olagliga under federala värdepapperslagar. På grund av tveksamheter om huruvida SEC hade jurisdiktion över de i Europa utfärdade

---

<sup>97</sup> American Banker, *Viewpoint: Why We Stand Behind the Issuer-Pays Compensation Model*, 23 juni 2010

<sup>98</sup> Investment Week, *Questions over ratings*, 21 juni 2010

<sup>99</sup> American Banker, *Viewpoint: Why We Stand Behind the Issuer-Pays Compensation Model*, 23 juni 2010

<sup>100</sup> SEC Press Release, *SEC Issues Report Cautioning Credit Rating Agencies*, doc no. 2010-159, 31 augusti 2010

<sup>101</sup> Afrell, s.98

instrumenten, kunde SEC emellertid inte fullfölja myndighetens anklagelser om bedrägeri gentemot Moody's.<sup>102</sup>

---

<sup>102</sup> SEC Press Release, *SEC Issues Report Cautioning Credit Rating Agencies*, doc no. 2010-159, 31 augusti 2010

# 6 Regulatoriska förändringar till följd av finanskrisen

## 6.1 Internationella riktlinjer för självreglering

Basel-kommittén har hanterat frågan genom att försöka minska sitt eget regelverks beroende av kreditvärderingsinstitutens verksamhet.<sup>103</sup> Finanskrisen har resulterat i revisioner av Basel II, brukligt omnämnt som Basel III. Regelverket skärper tidigare kapitalkrav för internationella banker men har inte inneburit någon ny reglering som direkt berör kreditvärderingsinstitut.<sup>104</sup>

Till följd av recessionen, har IOSCO i sin tur modifierat sin Code of Conduct för att förstärka kreditvärderingars integritet. Numera förbjuds analytiker att värdera produkter som de har assisterat i strukturerandet av. I syfte att underlätta för investerare att jämföra institutens värderingar, måste instituten offentliggöra information om värderingsmetoder och dessas historiska tillförlitlighet.<sup>105</sup>

## 6.2 Gemenskapsrättslig reglering

*European Regulation on Credit Rating Agencies* trädde i kraft under 2009 och utgör den första direkta regleringen av kreditvärderingsinstitut inom medlemsstaterna. Förordningen och dess tillhörande direktiv tillkom som en direkt följd av institutens inblandning i finanskrisen.<sup>106</sup> Rättsligt reglerade finansiella institutioner får hädanefter endast använda EU-godkända instituts värderingar.<sup>107</sup> Dessutom omfattas banker som använder Basel II:s standardiserade metod för att räkna ut kapitaltäckningskrav. Större banker som istället använder sig av den interna värderingsmetoden omfattas däremot inte.<sup>108</sup> Dessa begränsningar är ett resultat av tidigare kritik om att regelverket var alltför vidbrett definierat.<sup>109</sup>

---

<sup>103</sup> Financial Times, *Reputations to restore*, Paul J Davies; Joanna Chung & Gillian Tett, 21 juli 2008

<sup>104</sup> Basel-kommittén, *Basel III: International Framework for Liquidity Risk Measurement, Standards and Monitoring*, december 2010.

<sup>105</sup> IOSCO media release, *IOSCO to implement changes to Code of Conduct for Credit Rating Agencies*, IOSCO/MR/006/2008, 28 maj 2008

<sup>106</sup> Dir. 2009/111/EG och För. (EG) nr 1060/2009

<sup>107</sup> Dir. 2009/111/EG artikel 4(1) och 2a

<sup>108</sup> Parker, Edmund & Bake, Miles, *Regulation of credit rating agencies*, Butterworth's Journal of International Banking and Financial Law (2009) Vol 24, No 7, s.401.

<sup>109</sup> Mayer Brown International LLP, Publications, *EU Regulation of Credit Rating Agencies approved*, 24 april 2009

Problemen med kreditvärderingar av strukturerade finansiella instrument tydliggörs av regeln om att en tilläggssymbol ska åtskilja dessa från andra värderingar.<sup>110</sup> Representanter för marknaden för strukturerade produkter motsatte sig detta med argumentet att det tyder på en kvalitativ skillnad mellan områdena.<sup>111</sup> Från och med september 2010 använder exempelvis S & P en tilläggssymbol för strukturerade instrument. Tillägget är dock beroende av att S & P definierar instrumentet som en strukturerad sådan, vilket de medger inte i samtliga fall överensstämmer med marknads uppfattning om instrumentet.<sup>112</sup>

I juni 2010 föreslog EU-kommissionen tilläggsförändringar till förordningen, i syfte att inkorporera de beslut som fattats avseende nya tillsynsorgan.<sup>113</sup> EU-parlamentet och rådet menade att en konsoliderad tillsyn över kreditvärderingsinstitut har fler fördelar än samarbeten mellan nationella tillsynsmyndigheter.<sup>114</sup> Förändringarna bör således ses i ljuset av det nyligen inrättade EU-systemet ESFS för finansiell tillsyn, vilket består av ett nätverk av nationella finansiella tillsynsorgan. ESFS ska samarbeta med det övergripande organet ESAs. ESAs består i sin tur av de nyligen upprättade europeiska bankmyndigheten EBA, europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten EIOPA och europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten ESMA. Dessutom har en europeisk systemrisknämnd, ESRB, inrättats.<sup>115</sup>

Genom ett reviderat ändringsförslag från EU-parlamentet och rådet, får ESMA mandat att utöva tillsyn över de kreditvärderingsinstitut som är verksamma inom gemenskapen. Nationella tillsynsmyndigheter får fortsatt ansvar för kontroll av hur kreditbetyg används av de nationellt verksamma instituten i rättsligt reglerade sammanhang. De nationella myndigheterna har rätt att begära att ESMA bedömer om ett instituts registrering bör återkallas eller om användningen av ett kreditbetyg bör upphöra. Nationella myndigheter kommer dock inte att ha rätt att vidta åtgärder mot institut med grunden att de bryter mot den aktuella förordningen. Istället åläggs tillsynsmyndigheterna en skyldighet att samarbeta med ESMA. ESMA får generell behörighet vid registrering och löpande tillsyn av registrerade institut, vilket innebär att nationella myndigheter fräntas tidigare mandat. En nationell domstol får inte ifrågasätta nödvändigheten av de inspektioner som

---

<sup>110</sup> Dir. 2009/111/EG artikel 8(3) och IOSCO, Technical Committee, *Final Report on Credit Rating Agencies*, maj 2008, s.16

<sup>111</sup> Mayer Brown International LLP, Publications, *EU Regulation of Credit Rating Agencies approved*, 24 april 2009

<sup>112</sup> S & P SurveillanceExtra Newsletter, *Certain Categories of Debt Instrument will carry a Structured Finance Identifier, says report*, Issue 205, 21-25 juni 2010

<sup>113</sup> EU Commission, COM(2010) 289 final, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council - On amending Regulation (EC) No. 1060/2009 on credit rating agencies*, 2 juni 2010, s.3

<sup>114</sup> För. (EG) nr 1060/2009, artikel 39 och skäl 51

<sup>115</sup> EU Commission, *Summary of the Impact Assessment*, SEC (2009) 1235, 23 september 2009

ändringsförslaget ger ESMA rätt att vidta. Lagligheten av ESMA:s beslut får endast prövas av EU-domstolen.<sup>116</sup>

ESMA ges rätt att återkalla registrering om ett institut antingen begär det, har erhållit registrering på grundval av oriktiga uppgifter, inte längre uppfyller de krav som registreringen uppställde eller om institutet allvarligt eller vid upprepade tillfällen har överträtt förordningens regler. Institutet kan vidare tillfälligt förbjudas att utfärda värderingar. ESMA kan påbjuda att användningen av värderingar i rättsligt reglerade sammanhang upphör. ESMA ges befogenhet att utfärda straffavgift eller viten för de institut, emittenter eller anknutna tredje män som bryter mot förordningens regler. Det reviderade ändringsförslaget innebär att förordningen kommer att lista en mängd olika ageranden som medför rättslig sanktion. Främst behandlar listan fall då institut inte vidtar tillräcklig intern kontroll i syfte att säkerställa kompetens hos sin personal och åtskillnad mellan olika avdelningar. Institutet åläggs vidare en skyldighet att ha effektiva riskanalyser och att aktivt motarbeta intressekonflikter. De lyder vidare under en stark informations- och åtgärdsplikt vid misstanke om felaktig kreditvärdering. Man förbjuder också kreditvärderare från att gradera instrument som de själva har assisterat i strukturerandet av. ESMA får mandat att utvärdera de metoder som kreditvärderingsinstitut använder för att gradera finansiella instrument.<sup>117</sup>

I EU-kommissionens ändringsförslag, framgår att problemet med intressekonflikter belyses särskilt när det gäller värdering av strukturerade finansiella instrument. Emittenter av sådana instrument eller en anknuten tredje man måste tillhandahålla konkurrerande institut samma information som har delgivits det institut som har fått i uppdrag att värdera emittentens instrument. Konkurrerande institut har då möjlighet att vidta egna värderingar. Denna förändring innebär således att emittenter åläggs en skyldighet att agera. Syftet är att öka konkurrensen på marknaden och att erbjuda fler värderingar per instrument, med följden att det asymmetriska informationsgapet mellan emittent och investerare minskar. Att investerare får tillgång till icke-finansierade värderingar antas vidare minska intressekonflikten mellan emittenter och institut. ESMA får befogenhet att ålägga emittenter eller anknuten tredje man att erbjuda tillträde för konkurrerande institut till de hemsidor där information ska tillhandahållas.<sup>118</sup> EU-kommissionens ändringsförslag i detta avseende stöder sig på en målformulering att öka den globala harmoniseringen av regulatoriska frågor relaterade till finansiell tillsyn. De icke-finansierade värderingarna vinner nämligen stöd i en ny reglering från amerikanska SEC,

---

<sup>116</sup> Council of the European Union, 13106/10, *Presidency compromise - Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council - On amending Regulation (EC) No. 1060/2009 on credit rating agencies*, 6 september 2010

<sup>117</sup> Council of the European Union, 13106/10, *Presidency compromise - Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council - On amending Regulation (EC) No. 1060/2009 on credit rating agencies*, 6 september 2010

<sup>118</sup> Council of the European Union, 13106/10, *Presidency compromise - Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council - On amending Regulation (EC) No. 1060/2009 on credit rating agencies*, 6 september 2010



som kommer att behandlas nedan.<sup>119</sup> Kommissionen har vidare indikerat att det finns planer på att upprätta ett överstatligt, paneuropeiskt kreditvärderingsinstitut i syfte att uppta konkurrens med de tre största instituten.<sup>120</sup>

## 6.3 Svensk reglering

Eftersom Sverige tidigare har saknat nationell lagstiftning om kreditvärderingsinstitutens verksamhet, har den europeiska regleringen inte krävt några betydande svenska lagändringar. Förordningen förutsätter dock att en behörig myndighet utses i varje medlemsstat och att dess befogenheter klargörs.<sup>121</sup>

*Lagen om kreditvärderingsinstitut* trädde ikraft i september 2010 och erkänner FI som behörig myndighet. FI ges mandat att utöva tillsyn över kreditvärderingsinstitutet genom att vid vite förelägga dem att tillhandahålla information eller vidta åtgärder samt mandat att utföra en platsundersökning hos instituten. Övriga medlemsstaters tillsynsorgan tillerkänns en rätt att granska ett institut med verksamhet i Sverige. Lagstiftningen avviker således, med stöd av förordningen, från principen om konsoliderad tillsyn. Om ett institut åsidosätter sina skyldigheter enligt förordningen, har FI rätt att besluta om anmärkning eller straffavgift, varav det senare får bestämmas till högst 50 miljoner kronor men motsvarande maximalt 10 % av institutets senaste omsättning. I propositionen anges att reglerna om anmärkning och straffavgift inte uppställer krav på oaktsamhet eller uppsåt hos ansvariga företrädare för instituten. Man hänvisar emellertid till andra förarbeten och menar att det aktuella ägerandet som regel torde behöva innehålla ett sådant subjektivt rekvisit för att ansvar ska aktualiseras.<sup>122</sup> Den svenska regleringen kommer troligtvis att inom kort vara föremål för ändringar, med anledning av ändringsförslaget till den aktuella förordningen.<sup>123</sup>

## 6.4 Amerikansk reglering

Det amerikanska finansrättsliga regelverket *Wall Street Act* trädde ikraft i juli 2010.<sup>124</sup> Syftet är framför allt att, till följd av finanskrisen, förbättra tillsynen över finansiella marknader och att säkerställa ett effektivt sanktionssystem. Lagstiftningen syftar också till att minska risktagandet,

---

<sup>119</sup> European Commission, 2010/0160 (COD), *Proposal for a Regulation (EU) No .../... of the European Parliament and of the Council - On amending Regulation (EC) No. 1060/2009 on credit rating agencies*, 2 juni 2010

<sup>120</sup> Coffee, 2010

<sup>121</sup> Ds 2010:7, s.9 f.

<sup>122</sup> Prop. 2009/10:217, s.43 ff. (hänvisar till prop.2006/07:115, s.639 f.)

<sup>123</sup> Jmf. Council of the European Union, 13106/10, *Presidency compromise - Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council - On amending Regulation (EC) No. 1060/2009 on credit rating agencies*, 6 september 2010, som alltså stadgar att det övergripande tillsynsansvaret flyttas från nationella myndigheter till ESMA.

<sup>124</sup> Wall Street Act

skydda investerare och förhindra en ny finansiell kris. Särskilt påtagligt blir de regulatoriska förändringarna relaterade till kreditvärderingsinstitut.<sup>125</sup>

Den amerikanska regleringen innebär att det skapas en avdelning inom SEC med eget mandat att utfärda böter eller frånta institut dess NRSRO-registrering vid misskötsel. Institutet måste numera offentliggöra sina kreditvärderingsmetoder och historiska tillförlitlighet. Enskilda analytiker förhindras att värdera instrument som de har assisterat i strukturerandet av. Vidare, elimineras ett flertal lagstadgade krav på användande av kreditvärderingar i syfte att minska investerares och andra aktörers beroende av institutet.<sup>126</sup> I likhet med tidigare Credit Rating Agency Reform Act, får SEC dock inte befogenhet att reglera innehållet i eller metoderna för kreditvärderingar. SEC kommer därmed att ha mindre befogenheter än ESMA. En ytterligare skillnad mellan den politiska viljan i EU och USA, är den senares avsaknad av intentioner att upprätta ett statligt kreditvärderingsinstitut. Detta anses bero på att de största instituten har huvudkontor i USA men också på att den europeiska skuldskrisen utlöste en ökad europeisk kritik mot institutet.<sup>127</sup> *Senator Franken Amendment* var ett förslaget tillägg till Wall Street Act och innebar att SEC föreslogs fördela respektive emittents strukturerade instrument till de kreditvärderingsinstitut som ansågs lämpliga i det enskilda fallet. Eftersom en investerare följaktligen skulle hindras från att välja institut, skulle risken för rating shopping minskas. Förslaget vann, efter omfattande kritik från branschförestandare, dock inte gehör i senaten.<sup>128</sup> Den amerikanska och europeiska regleringen stämmer däremot överens när det gäller informationsplikt emellan instituten gällande emittenter. När en NRSRO i USA anlitas för att utfärda en värdering av en strukturerad produkt, måste institutet numera tillhandahålla övriga NRSROs samma information som det har erhållit från emittenten. Regeln främsta syfte är att förmå övriga institut att värdera samma finansiella instrument.<sup>129</sup>

I avsnitt 5.2 belystes särskilt problemet med SEC: s avsaknad av jurisdiktion över strukturerade finansiella instrument utfärdade inom EU. Det tidigare oklara rättsläget resulterade i att Moody's inte kunde åläggas ansvar för institutets bristande interna metoder och mörkläggnings av felen vid CPDO-värdering år 2007. Wall Street Act stadgar uttryckligen att federala domstolar har jurisdiktion över dylikt agerande av ett NRSRO-institut, även om det huvudsakligen vidtas utanför USA. Jurisdiktion föreligger om agerandet sker inom USA genom att det omfattar betydande steg inom USA, även om transaktionen har skett utanför USA och endast berör utländska investerare. Ett alternativt rekvisit för att extraterritoriell tillämpning ska aktualiseras är att agerandet har skett utanför USA men haft

---

<sup>125</sup> Wall Street Journal, *Text of Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (H.R.4173)*, 26 juni 2010

<sup>126</sup> Wall Street Act

<sup>127</sup> Coffee, 2010

<sup>128</sup> Senator Franken Amendment

<sup>129</sup> Financial Times, *Dilemmas of reforming the rating agencies*, Aline van Duyn, 11 juni 2010

betydande förutsägbar påverkan inom USA.<sup>130</sup> Om Wall Street Act hade varit ikraft vid tiden för Moody's agerande, noterar SEC att myndigheten hade kunnat fullfölja bedrägeriutredningen gentemot Moody's.<sup>131</sup> SEC:s befogenhet i detta avseende är därmed större än den europeiska motsvarighetens. Den utvidgade jurisdiktionen omfattar inte en rätt för enskilda icke-amerikanska käranden att stämma amerikanska svaranden med hänvisning till värdepapper som inte handlas på amerikanska börser. Däremot utreder SEC om en sådan möjlighet ska kunna garanteras i framtiden.<sup>132</sup>

Genom införandet av Wall Street Act, ges marknadsaktörer en rättslig möjlighet att angripa kreditvärderingsinstitut för "knowingly" (ung. insiktsuppsåt) eller "recklessly" (ung. medveten culpa) agerande. Noteras bör att det senare utgör en nivå högre än "negligence", vilket snarare motsvaras av omedveten culpa. Oavsett denna gradskillnad, föreligger de facto numera ett ansvar för uppsåtligt eller vårdslöst missvisande kreditvärderingar. Institutet åläggs således ett ansvar om de inte har genomfört skäliga undersökningar av de faktiska omständigheter som ligger till grund för institutets metodologi. De blir också ansvariga om de inte har inhämtat skälig verifiering av dessa faktiska omständigheter från oberoende källor. Ansvaret för vårdslös kreditvärdering grundas på regler om bedrägeri.<sup>133</sup> Tidigare omfattades kreditvärderingsinstitut i USA av bedrägeriansvar endast om de med vetskap utgav en felaktig värdering. Numera aktualiseras bedrägeri således redan om instituten inte vidtar rimliga undersökningar av ett finansiellt instrument som är föremål för värdering.<sup>134</sup> Wall Street Act nullifierar dessutom en tidigare reglering, vilken undantog värderingar av NRSRO-institut från att anses omfattade av registreringen. Kreditvärderingsinstitut i USA lyder därmed numera under ett expertansvar (s.k. *expert liability*), i likhet med övriga rättsfigurer av liknande art.<sup>135</sup>

---

<sup>130</sup> White, George H., Konevsky, Alan P.W. & King, Jessica, *The global reach of the Dodd-Frank Act*, Butterworth's Journal of International Banking and Financial Law (2010), Vol. 25, No. 10, s.579.

<sup>131</sup> SEC Press Release, *SEC Issues Report Cautioning Credit Rating Agencies*, doc no. 2010-159, 31 augusti 2010

<sup>132</sup> White, Konevsky & King

<sup>133</sup> Wall Street Act

<sup>134</sup> The Economist, *The other vampires – Pressure mounts on an oligopoly*, 13 maj 2010

<sup>135</sup> Wall Street Act

## 7 Jämförelse med liknande rättsfigurer

I syfte att kunna avgöra huruvida kreditvärderingsinstituts uttalanden kan bli föremål för framgångsrika rättsprocesser, kan det vara relevant att undersöka hur bedömningen av liknande rättsfigurers uttalanden gestaltar sig. En generell lojalitetsplikt gäller i alla uppdragsrelaterade situationer. Lojalitetsplikten kan tydliggöras genom avtal, genom att detta exempelvis innefattar ett konkurrensförbud. Normalt sett upphör lojalitetsplikten vid uppdragets slutförande, med vissa undantag för exempelvis advokatverksamhet.<sup>136</sup> Ett normalt rådgivningsuppdrag innebär att uppdragstagaren får hjälp med att inhämta och välja ut relevant information samt att utvärdera denna.<sup>137</sup> Ett exempel på en tjänstekategori med rådgivning som framträdande kännetecken är revisorer. En revisor granskar ett bolags räkenskaper och tillhandahåller därefter auktoritativa uppgifter om dess finansiella ställning. Revisorer är därmed uppdragstagare åt ett visst företag samtidigt som de har ett ansvar utåt gentemot övriga aktörer på marknaden. Även advokater utgör en tjänstekategori med rådgivning som huvudsaklig uppgift, även om advokater som jämförelse endast har ett ansvar att tillvarata klientens intressen.<sup>138</sup>

Revisorerers verksamhet regleras av *revisorslagen* och *revisionslagen*, vilka uppställer krav på oberoende och opartiskhet från revisorerens sida. Förutom att utöva revision, agerar revisorer som rådgivare vid revision (s.k. aktiv rådgivningsplikt) och som fristående rådgivare.<sup>139</sup> I likhet med vad som gäller för kreditvärderingsinstitut, föreligger en risk för intressekonflikter. Exempelvis har en revisor med uppgift att granska ett bolags räkenskaper ett parallellt intresse av att kunna lämna inkomstbringande ekonomiska råd till företaget samt att behålla bolaget som framtida klient. Att revisorn vill bibehålla en klient genom att upprätthålla en god affärsförbindelse kan skapa ett egenintresse för revisorn att godkänna vissa brister i årsredovisningar. Dessutom kan revisionsuppdraget innebära att revisorn nödgas tillämpa självgranskning. Dessa intressekonflikter riskerar att påverka tillförlitligheten till revisorsbranschen överlag.<sup>140</sup> Det finns inget förbud mot fristående rådgivning men däremot mot förtroenderubbande sidoverksamhet. En revisor kan således förmedla konsulttjänster till samma bolag som de reviderar.<sup>141</sup> Om den information

---

<sup>136</sup> Nord, Gunnar & Thorell, Per, *Intressekonflikter och deras hantering – en introduktion*, i Nord, Gunnar & Thorell, Per (red.), *Intressekonflikter och finansiella marknader*, Stockholm Centre for Commercial Law, Nummer 4 i Centrets skriftserie, Iustus Förlag, 2006, s.19 ff.

<sup>137</sup> Korling, Fredric, *Rådgivningsansvar – särskilt avseende finansiell rådgivning och investeringsrådgivning*, Jure Förlag, Stockholm, 2010, s.119

<sup>138</sup> Korling, s.222

<sup>139</sup> Prop. 2000/01:146, s.51

<sup>140</sup> Gorton, 2009, s.83 f.

<sup>141</sup> Prop. 2000/01:146, s.52 ff. och s.80

som revisorn tillhandahåller är en rekommendation eller endast information är inte avgörande för bedömningen av huruvida det föreligger ett avtalsförhållande mellan revisorn och uppdragsgivaren.<sup>142</sup> I praxis har inte frågan huruvida rådgivning de facto inryms i uppdragsavtalet varit föremål för tvist men däremot om revisorn har utfört rådgivningstjänster oaktsamt.<sup>143</sup> Uppdragsgivaren förlitar sig på att den information som utges av revisorn utgör rekommendationer. Om revisorn inte vill att ett rådgivningsavtal ska anses uppkommet på grund av uppdragsgivarens befogade tillit, indikerar praxis att revisorn uttryckligen måste tydliggöra att dennes information inte utgör rådgivning.<sup>144</sup>

Kreditinstitut (dvs. banker) omfattas av en särskilt omfattande reglering av intressekonflikter, främst med hänsyn till omsorg om betalningssystemet och risken för systemkriser.<sup>145</sup> En banks verksamhet består delvis av utlåning i syfte att erhålla ränteinkomster, samtidigt som banken ifråga har en skyldighet att upprätthålla en god kreditprövning.<sup>146</sup>

*Lagen om finansiell rådgivning till konsumenter* är, enligt dess 1§, tillämplig på rådgivning som en näringsidkare tillhandahåller en konsument och som omfattar placering av tillgångar i finansiella instrument eller livförsäkringar med sparmoment. Även i fråga om finansiell rådgivning, anses ett rådgivningsavtal ha uppkommit om motparten (konsumenten) kan anses ha befogad tillit till det.<sup>147</sup> Eftersom lagen är indispositiv, kan inte näringsidkaren genom avtal bestämma huruvida finansiell rådgivning tillhandahålls. Om näringsidkaren tydligt upplyser om att informationen inte utgör rådgivning, föreligger dock ingen tillit från konsumentens sida.<sup>148</sup> Enligt motiven, är lagen inte tillämplig på råd som lämnas till en vid krets av personer (t.ex. via massmedia) då det inte i sådana fall föreligger ett uppdragsförhållande.<sup>149</sup> Ett avtal mellan parterna krävs för att själva lagen ska kunna aktualiseras men inte för att en parts agerande kan vara skadeståndsgrundande enligt övriga regler.<sup>150</sup>

Finansiella instituts rådgivningsansvar har varit föremål för omfattande praxis och doktrin under common law. En rådgivares förpliktelser gentemot en kund kan uppstå på grund av *contract* (inomobligatoriskt ansvar), *tort* (utomobligatoriskt ansvar för uppsåtligt eller vårdslöst agerande) eller *fiduciary duties* (särskild rättsfigur som ålägger ansvar baserat på

---

<sup>142</sup> Korling, s.224

<sup>143</sup> Se t.ex. NJA 1992 s.58 (bristande omsorg), NJA 1992 s.243 (privatperson ansågs ha befogad tillit till att bolagets revisorer även var dennes privata rådgivare), NJA 1992 s.502 (revisor inte vårdslös när denne underlät att lämna mer än mycket allmänna råd om konsekvenserna av en företagsförsäljning) och NJA 1998 s.625 (vårdslös skatterådgivning).

<sup>144</sup> NJA 1992 s. 243. Se även FAR: s rekommendation 2007.2, *Uppdragsbrev och allmänna villkor för fristående rådgivning*.

<sup>145</sup> Gorton, Lars, *Intressekonflikter i bankverksamhet*, i Nord & Thorell, s.188 ff.

<sup>146</sup> Gorton, 2009, s.83 f.

<sup>147</sup> Prop. 2002/03:133, s.16 och s.46. Jmf. NJA 1992 s.243.

<sup>148</sup> Korling, s.272

<sup>149</sup> Prop. 2002/03:133, s.16 f.

<sup>150</sup> Korling, not 169

exempelvis stiftelseformen *trust*). Det senare kräver dock särskilt specificerade omständigheter för att kunna aktualiseras, vilket innebär att värdet av en jämförelse med kreditvärderingsinstituts ansvar blir betydelselöst i det avseendet.<sup>151</sup> Alla uppdragstagare måste dock utföra sitt uppdrag med *reasonable care and skill* (skälig omsorg och kunnighet, motsvarande den svenska omsorgsplikten). Principen är beroende av kompletterande praxis relaterad till det aktuella uppdragets karaktär och uppdragsgivarens kompetens.<sup>152</sup> Det föreligger vidare ett ansvar för vårdslösa uttalanden (*negligent misrepresentation*). Dessutom måste en part under ett särskilt avtalsförhållande visa skälig omsorg om sina uttalanden.<sup>153</sup> Ett sådant krav innehåller dock rekvisit på förutsägbar skada, närhet i partsförhållandet och skälig anledning att ålägga det aktuella ansvaret.<sup>154</sup> Kleineman menar att denna common law-praxis ger uttryck för en princip om den befogade tillitens faktiska relevans.<sup>155</sup> Det finns även common law-rättsfall som reglerar fall då en part ställer en specifik fråga till sin motpart men motparten väljer att inte tillhandahålla informationen. Praxis visar att motparten i sådana fall åläggs ett ansvar för vårdslöshet då denne borde ha insett vikten av att svaret kunde erhållas.<sup>156</sup>

Begreppet *gatekeeper* kan användas för att beskriva samtliga aktörer som tillhandahåller information på de globala finansmarknaderna. Där innefattas bland annat revisorer och värdepappersanalytiker. EU-kommissionen benämner även kreditvärderingsinstitut som *gatekeepers*, då de har i uppgift att minska mängden asymmetrisk marknadsinformation mellan investerare och emittent.<sup>157</sup> Även inom doktrinen är begreppet *gatekeeper* mycket vanligt avseende kreditvärderingsinstitut. Argumenten baseras ofta på att om instituten anses vara ryktesberoende privata företag, bör de underkastas samma begreppsformulering och tillhörande ansvar som övriga rättsfigurer beroende av marknadens förtroende.<sup>158</sup> Att kreditvärderingsinstituten har haft så stor betydelse för utvecklingen av marknaden för strukturerade produkter, tyder också på att instituten kan anses vara *gatekeepers* för just dessa instrument.<sup>159</sup> En *gatekeeper*, exempelvis en revisor, förväntas garantera att tillhandahållen information är så korrekt som möjligt. En

---

<sup>151</sup> Se t.ex. Cranston, Ross, *Principles of Banking Law*, 2 ed., Oxford University Press, Oxford, 2002, s.188 ff. samt Ellinger, E.P., *Ellinger's Modern Banking Law*, 4 rev, Oxford University Press, Oxford, 2006, s.129 ff.

<sup>152</sup> Cranston, s.186

<sup>153</sup> *Hedley Byrne & Co Ltd v Heller & Partners Ltd* (1964)

<sup>154</sup> *Caparo Industries Plc v Dickman* (1990); *Henderson v Merrett Syndicates Limited* (1994); *Spring v Guardian Assurance Plc* (1994); *White v Jones* (1995)

<sup>155</sup> Kleineman, Jan, *Om den befogade tillitens skadeståndsrättsliga relevans*, JT, Nr 3, 2001/02.

<sup>156</sup> *Nat West Australia Bank Limited v Tricontinental Corp Limited* (1993)

<sup>157</sup> EU-kommissionen, *Meddelande om förebyggande av ekonomiska oegentligheter i företagssektorn och finansiella oegentligheter*, KOM (2004) 611, 27 september 2004

<sup>158</sup> Partnoy, Frank, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, Washington University Law Quarterly, Volume 77, Number 3, 1999.

<sup>159</sup> Hunt, John Patrick, *Credit Rating Agencies and the "Worldwide Credit Crisis": The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement*, Columbia Business Law Review, No. 109, 2009.

kreditvärdering förväntas också vara så korrekt som möjligt och resulterar ofta i att ett visst investeringsbeslut vidtas. I likhet med en revisor, blir kreditvärderingsinstitutet också betald av ett bolag för att avlägga en redogörelse för bolagets finansiella ställning. Kreditvärderingsinstitutet är således föremål för samma typ av intressekonflikter som revisorer.<sup>160</sup>

Kreditvärderingsinstitutet menar själva att de inte bör anses vara gatekeepers, eftersom de inte utför någon oberoende granskning av den information som emittenten tillhandahåller inför en värdering.<sup>161</sup> Vissa inom doktrinen menar också att begreppet gatekeeper inte är användbart i diskussionen om ett juridiskt ansvar för instituten. Kreditvärderingar kan vara av låg kvalitet, även om de baseras på korrekt information, om värderingsmodellen är felaktig. Att kreditvärderingar överlag var nödvändiga för utvecklingen av marknaden för strukturerade produkter, innebär inte att varje enskilt institut var av betydelse.<sup>162</sup> En stor skillnad mellan rättsfigurerna kreditvärderare och liknande rättsfigurer är att de inte är underkastade samma ansvarsbedömning. Det belyses bland annat av vad som tidigare stadgats om Enrons konkurs och den därpå efterföljande konkursen hos revisionsbolaget Arthur Andersen (men utan att direkt ansvarspåföljd aktualiserades för Moody's).<sup>163</sup> Även om kreditvärderingsinstitutet uppvisar vissa likheter med exempelvis revisorer och advokater, har de således historiskt sett omfattats av helt olika regleringar. Av den anledningen är det inte möjligt att analogt tillämpa direkta lagregler eller praxis avseende övriga finansiella aktörer. De likheter som emellertid finns innebär att en generell jämförelse ändå kan fylla sitt syfte. I sådana fall bör dock analogier av ansvarsbedömningar ske enligt rättsregler utanför lagtext, exempelvis allmänna rättsprinciper.<sup>164</sup>

---

<sup>160</sup> Partnoy, 2006

<sup>161</sup> IOSCO, Technical Committee, *The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets*, maj 2008

<sup>162</sup> Hunt

<sup>163</sup> Partnoy, 2006

<sup>164</sup> Hunt

# 8 Möjlighet till juridiskt ansvar för kreditvärderingar

## 8.1 Potentiell förändring av rättspraxis

Rättspraxis på området har tidigare varit mycket begränsad. I Sverige och övriga EU har praxis saknats fullständigt, delvis beroende på avsaknaden av tillämplig lagstiftning men också på kreditvärderingsinstitutens tidigare mer begränsade verksamhet inom gemenskapen.<sup>165</sup> I USA har det emellertid förts rättsprocesser gentemot instituten. Det har dock varit ovanligt med framgångsrika sådana, då kreditvärderingar endast har ansetts utgöra åsikter och inte rekommendationer eller rådgivning. Kreditvärderingsinstitutens verksamhet har, som tidigare nämnts, också ansetts skyddade av den amerikanska konstitutionens First Amendment om yttrandefrihet. Denna yttrandefrihet (dvs. att publicera åsikter om kreditvärdighet) har ansetts ha större vikt än behovet av att hindra felaktiga och skadevällande kreditvärderingar. Institutens uttalanden har således inte kunnat bli föremål för juridiskt ansvar. De har istället likställts med oberoende ekonomiska journalister.<sup>166</sup> De institut som innehar NRSRO-status har i princip varit helt undantagna från juridiskt ansvar, till skillnad från exempelvis revisorer som lyder under ett strikt ansvar vid oriktiga utlåtanden.<sup>167</sup>

Ett antal nyligen avgjorda common law-rättsfall har emellertid frångått principen att kreditvärderingsinstitut omfattas av yttrandefrihet enligt First Amendment. Rättsfallen har uteslutande gällt strukturerade finansiella instrument, där investerarna har utgjorts av en begränsad grupp av finansiella institutioner. Domstolarna har menat att det i sådana fall saknas allmänt intresse av att upprätthålla yttrandefrihetsskydd.<sup>168</sup> Noteras bör dock att dessa fall ännu inte har nått *Supreme Court*, vilket innebär att rättsläget får anses fortsatt oklart.<sup>169</sup> En pensionsfond vid namnet CalPERS har dessutom nått första steget i en rättsprocess riktad gentemot S & P, Moody's och Fitch, då man har fått domstolsstöd att fördjupa sin bevisinsamling gentemot instituten. CalPERS stödjer sin talan på anklagelser om "oerhört missvisande" kreditvärderingar från institutens sida. Ett flertal andra stämningsansökningar gentemot enbart S & P har dock blivit nekade stöd av de amerikanska domstolarna.<sup>170</sup>

För första gången har ett kreditvärderingsinstitut också blivit föremål för en rättsprocess inom EU. Tyska investerare har genom advokatbyrån KWAG i

---

<sup>165</sup> Lyngé Andersen, s.92

<sup>166</sup> Se *Jefferson County School District v Moody's Investor Services Inc* (1999) samt *In re Enron Corp. Securities Derivative & ERISA litigation* (S.D. Tex., 2005)

<sup>167</sup> Jmf. SEA, §11

<sup>168</sup> Se bl.a. *Abu Dhabi Commercial Bank v Morgan Stanley & Co., Inc.* (S.D.N.Y., 2009)

<sup>169</sup> Coffee, 2010

<sup>170</sup> *The Economist, The other vampires – Pressure mounts on an oligopoly*, 13 maj 2010



juni 2010 lämnat in en stämningsansökan gentemot S & P. Kärandens grund är att S & P graderade Lehman Brothers till A+ i augusti 2008 (endast en månad före investmentbankens konkursansökan). De tyska investerarna investerade då 30,000 EUR i Lehman Brothers obligationer. KWAG har uttalat att även Moody's och Fitch kan komma att bli föremål för processer. Om KWAGs klienter har framgång med rättegångsprocessen, väntas de 400 övriga tyska investerare som investerat sammanlagt 8,000,000 EUR i Lehman Brothers obligationer förbereda en grupptalan mot S & P.<sup>171</sup>

Även kreditvärderingsinstitutet har uppmärksammat en potentiell förändring av rättspraxis. S & P reagerade vidare på den vid tillfället förestående Wall Street Act genom att placera sin huvudkonkurrent Moody's kortfristiga värderingar på bevakning inför en eventuell nedgradering. Lagstiftningen anses komma att resultera i en förändring av den praxis som har gällt för rättsprocesser gentemot kreditvärderingsinstitut och ökade processrelaterade kostnader är därmed att vänta. En sådan risk anses kvarstå oberoende av institutets nya riktlinjer och metoder efter finanskrisen. Att ett flertal lagstadgade referenser till institutets värderingar nu kommer att försvinna, antas dessutom minska behovet av kreditvärderingar. S & P tror att en minskad efterfrågan kommer att påverka institutet negativt i ett längre perspektiv. Beslutet att sänka utsikterna för Moody's motiverades med att det förändrade rättsläget riskerar att resultera i ökad affärsrisk för samtliga kreditvärderingsinstitut och därmed en möjlig försvagning av institutets vinst. Institutet själva anser att de nya amerikanska och europeiska regelverken kommer att få betydande påverkan på deras verksamhet och den sammanlagda riskbedömningen av branschen.<sup>172</sup>

## 8.2 Behovet av ett rättsligt ansvar för kreditvärderingar

De kreditvärderingsinstitut vars verksamhet har kritiserats efter olika finanskriser, har inte sällan menat att deras värderingar endast täcker sannolikheten hos ett företag eller ett låneinstrument att fullgöra sina förpliktelser. Institutet har vidare menat att utsagorna inte ska betraktas som rekommendationer och att de dessutom saknar juridiskt bindande ansvar.<sup>173</sup> Kritiker har menat att investerare betraktar institutets värderingar som ett tecken på likviditet och därmed marknadsvärde. Därmed skulle värderingarna i sig kunna betraktas som rekommendationer.<sup>174</sup> Att endast klassificera kreditvärderingar som icke-bindande åsikter skulle därmed inte korrekt reflektera den betydelse som marknaden ålägger dessa värderingar. Det skulle också underskatta det arbete som kreditvärderingsinstitut utför i syfte att underlätta för investerare vid beslut om komplicerade strukturerade

---

<sup>171</sup> Affärsvärlden, *Standard & Poor's stäms för Lehman-betyg*, 7 juni 2010.

<sup>172</sup> S & P, *Research update: Moody's Corp. A-1 Short-Term Rating Placed On CreditWatch Negative*, 29 juni 2010

<sup>173</sup> Affärsvärlden, *Bottenbetyg till kreditbedömarna*, 7 oktober 2008

<sup>174</sup> IOSCO, Technical Committee, *Final Report on Credit Rating Agencies*, maj 2008, s.3

instrument.<sup>175</sup> Det tidigare rättsläget har dessutom kritiserats för att en hög andel felaktiga värderingar inte leder till betydande omkostnader för ett institut, vilket skulle skilja sig från vad som gäller för andra professionella aktörer på marknaden.<sup>176</sup>

Många inom doktrinen är överens om att det föreligger en oskälig diskrepans mellan det inflytande som kreditvärderingsinstitut har på marknaden och det minimala regelverk de har omfattats av.<sup>177</sup> Flera anser att ett rättsligt ansvar åtminstone är lämpligt i de fall då fel borde ha kunnat identifieras vid tidpunkten för kreditvärdering.<sup>178</sup> Man menar att instituten inte borde gagnas både av rättsliga referenser till kreditvärderingar och samtidigt skyddas från rättsprocesser avseende vårdslöshet och missvisande värderingar.<sup>179</sup> Flertalet inom den amerikanska doktrinen har förespråkat ett begränsat ansvar, till skillnad från ett strikt sådant, för kreditvärderingsinstitutet.<sup>180</sup> Ett, genom exempelvis takbelopp, begränsat ansvar skulle innebära att instituten inte ställs till fullt ansvar i de fall då det egentliga felet är emittentens.<sup>181</sup> Det har också föreslagits ett modifierat strikt ansvar för alla gatekeepers, inklusive kreditvärderingsinstitut, i syfte att aktualisera ansvar för en viss del av investerarens förluster orsakade av emittentens missvisande information. Institutet skulle således inte kunna skyddas genom ansvarsfriskrivningar. Istället skulle det vid tidpunkten för emittering avkrävas ett beloppsbegränsat avtal om ansvarsfördelning mellan institut och investerare. Denna beloppsbegränsning skulle ha en miniminivå fastslagen i lag.<sup>182</sup> Det förespråkas att miniminivån borde motsvara en fastställd del av den högsta genomsnittliga vinst per år som en gatekeeper erhåller från en emittent.<sup>183</sup>

Eftersom marknadsens inneboende intressekonflikter har rönt stor uppmärksamhet före och efter finanskrisen, är krav på ett juridiskt ansvar på grund bristande hantering av intressekonflikter att vänta. Flertalet regulatoriska försök har gjorts i syfte att minska intressekonflikterna. Den mest utmärkande förändringen är kravet på tillhandahållande av likvärdig information om emittenter till samtliga kreditvärderingsinstitut, dvs. även till dem som inte har fått i uppdrag att värdera det finansiella instrumentet. Denna skyldighet åläggs både kreditvärderingsinstitut och emittenter. Numera är det också möjligt att exempelvis ESMA väljer att dra tillbaka en

---

<sup>175</sup> Partnoy, 1999

<sup>176</sup> Lyng Andersen, s.50

<sup>177</sup> Se t.ex. Coffee, 2010; Partnoy, 2009 samt Gorton, Lars, *Intressekonflikter i bankverksamhet*, i Nord & Thorell, s.188 ff.

<sup>178</sup> Se t.ex. Manns, Jeffrey, *Rating Risk After the Subprime Mortgage Crisis: A User Fee Approach for Rating Agency Accountability*, North Carolina Law Review, Vol. 87, 2009.

<sup>179</sup> Partnoy, 1999

<sup>180</sup> Hunt

<sup>181</sup> Manns

<sup>182</sup> Partnoy, 2001

<sup>183</sup> Coffee, John C., *Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*, Columbia Law and Economics, Working Paper No. 237, 2003.

registrering av ett institut på dessa grunder.<sup>184</sup> Ett juridiskt ansvar för bristande hantering av intressekonflikter besvarar emellertid inte frågan om hur ansvaret gentemot emittent eller investerare gestaltas. Gorton tycks ställa sig tveksam till huruvida intressekonflikter bör resultera i att en transaktion återgår och att skadeståndsansvar påförs den som inte iakttar bestämmelserna. Regler om intressekonflikter skulle istället snarare kunna betraktas som ordningsföreskrifter. Om det senare skulle vara fallet, återstår frågan huruvida ett brott mot dessa föreskrifter bör resultera i straffrättsliga eller administrativrättsliga sanktioner.<sup>185</sup>

Ett ökat straff- eller civilrättsligt ansvar för kreditvärderingar leder inte nödvändigtvis till att kvaliteten på dessa förhöjs. Om syftet är att minska andelen missvisande kreditvärderingar, finns det eventuellt mer effektiva lösningar. Det har exempelvis föreslagits att institutens finansiering borde förändras till att erhållas genom att emittenten överlåter en del av den skuld som ska värderas till instituten.<sup>186</sup> Vissa menar att det är tillräckligt att instituten tillhandahåller information om att exempelvis en viss värdering är ofinansierad eller vilken avgift den specifika emittenten har betalat för att investerare ska vara mer aktiva i sina bedömningar av värderingarna. Marknadstrycket ensamt skulle då vara tillräckligt för att utöva påtryckningar på ett felande institut. Även om branschen för kreditvärderingar innefattar vissa brister, anser dessa företrädare att problemen inte avhjälpas genom att enskilda rättsprocesser baserade på vårdslöshet vinner framgång.<sup>187</sup>

Innebörden av att ålägga ett kreditvärderingsinstitut ett rättsligt ansvar för värderingar av just strukturerade finansiella instrument är inte heller utan negativa följder. Eftersom instituten värderar finansiella instrument och företag som det därefter investeras höga summor i, finns det risk för att en enskild framgångsrik rättsprocess gentemot ett institut skulle orsaka dess konkurs. Som en följd av detta, finns det en risk för att instituten avhåller sig från att värdera riskabla strukturerade finansiella instrument. Detta skulle i sin tur riskera att marknaden för värdepapperiseringar avstannar. I sådana fall, skulle möjligheten att exempelvis finansiera ett huslån minska betydligt. Eftersom de värderade instrumenten ger upphov till så stora investeringar, saknas det vidare skälig anledning att anta att instituten skulle ha ekonomisk möjlighet att till fullo kompensera de skadelidande.<sup>188</sup>

---

<sup>184</sup> Council of the European Union, 13106/10, *Presidency compromise - Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council - On amending Regulation (EC) No. 1060/2009 on credit rating agencies*, 6 september 2010

<sup>185</sup> Gorton, Lars, *Intressekonflikter i bankverksamhet*, i Nord & Thorell, s.193

<sup>186</sup> Listokin, Yair & Taibleson, Benjamin, *If You Misrate, then You Lose: Improving Credit Rating Accuracy Through Incentive Compensation*, Yale Law School, Public Law & Legal Theory Research Paper Series No. 203, Yale Journal on Regulation, januari 2010.

<sup>187</sup> Schwarcz, Steven L., *Private ordering of public markets: The Rating Agency Paradox*, University of Illinois Law Review, Vol. 2002, No. 2, februari 2002.

<sup>188</sup> Coffee, 2010

## 8.3 Straffrättsligt ansvar

Även före finanskrisens utbrott, förelåg en möjlighet till straffrättsligt ansvar för kreditvärderingsinstitut skyldiga till bedrägeri. Även om kreditvärderingsinstitut var i princip rättsligt oreglerade inom EU, ålade amerikansk lagstiftning instituten ett straffrättsligt ansvar för kreditvärderingar av finansiella instrument i USA.<sup>189</sup> Amerikanska SEC saknar dock straffrättslig kompetens och den utvidgade jurisdiktionen i nyligen införda Wall Street Act kan inte direkt komma i fråga i detta sammanhang.<sup>190</sup>

För europeiskt vidkommande, stadgar ändringsförslaget till förordningen att ESMA kommer att hänföra straffrättsliga ärenden till relevanta nationella domstolar.<sup>191</sup> Det beror naturligtvis på organets avsaknad av straffrättslig kompetens. Ordalydelsen kan tolkas som om de nationella domstolarna har mandat att ålägga ett straffrättsligt ansvar baserat både på brott mot nationella straffrättsliga bestämmelser och mot förordningen. Detta är förmodligen inte kommissionens avsikt. Visserligen kan nationella straffbestämmelser i strid med gemenskapsrätt behöva åsidosättas.<sup>192</sup> En nationell domstol är skyldig att, inom vissa gränser, tillämpa relevant gemenskapsrätt vid tolkning av nationell lag. Dessa gränser förhindrar dock straffrättsligt ansvar för personer baserat endast på brott mot stadganden i direktiv. För sådant ansvar krävs att bestämmelsen har fått nationell implementering inom medlemsstatens straffrätt.<sup>193</sup>

En kreditvärdering utfärdad av ett institut verksamt i Sverige, skulle av svenska domstolar bedömas enligt svensk lag. En motsvarighet till amerikanska straffrätt skulle innebära att bedrägeriansvar enligt BrB 9:1 aktualiseras. Det krävs i sådana fall att någon genom vilseledande förmår en annan till handling eller underlåtenhet. En missvisande kreditvärdering skulle eventuellt kunna utgöra ett vilseledande, eftersom det innebär att institutet inger motparten en felaktig uppfattning. Kreditvärderingen resulterar med stor sannolikhet i att någon vidtar ett investeringsbeslut, vilket innebär att handlingsrekvisitet uppfylls. Bedrägeriparagrafens rekvisit innebär dock att det dessutom krävs att gärningen innebär vinning för kreditvärderaren och skada för den vilseleddes. Visserligen behöver skadan och vinningen inte ha samma värde. Det är också tillräckligt att det föreligger en beaktansvärd risk för skada. Vidare, krävs i likhet med den amerikanska lagstiftningen uppsåt till både vilseledande och

---

<sup>189</sup> Se t.ex. SEA

<sup>190</sup> Jmf. Wall Street Act och SEC Press Release, *SEC Issues Report Cautioning Credit Rating Agencies*, doc no. 2010-159, 31 augusti 2010

<sup>191</sup> Council of the European Union, 13106/10, *Presidency compromise - Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council - On amending Regulation (EC) No. 1060/2009 on credit rating agencies*, 6 september 2010

<sup>192</sup> Leijonhufvud, Madeleine & Wennberg, Suzanne, *Straffansvar*, Åttonde upplagan, Norstedts Juridik, 2009, s.155 f.

<sup>193</sup> Se t.ex. C-105/03 Criminal proceedings against Maria Pupino, särskilt stycke 45.

förmögenhetsdisposition.<sup>194</sup> Kreditvärderingar är förutsägande bedömningar men däremot inte utlåtanden som kan anses vara sanna eller falska. Ett annat problem vid åläggande av bedrägeriansvar är därmed att bevisa att utlåtandet ifråga faktiskt har varit missvisande. En kärende kan tänkas välja att argumentera för att en kreditvärdering innefattar en underförstådd garanti att uppgiftslämnaren har verkat i god tro och utlåtandet är ett resultat av en skälig undersökning. Det blir då tydligt att regelverk om bedrägeriansvar för missvisande kreditvärderingar har sina uppenbara brister avseende dess praktiska tillämpning. Bedrägeri blir därför en olämplig ansvarsform för att bedöma kvaliteten på en produkt som utgörs av ett värderande uttalande.<sup>195</sup>

Även svindleri enligt BrB 9:9 kan bli föremål för bedömning. Bestämmelsen riktar sig mot personer tillhörande en viss personkrets med särskild kännedom om företaget ifråga. Dit hör, enligt motiven, inte utomstående experter (dvs. kreditvärderare). Däremot kan de som inte tillhör kretsen av specialsmbjekt bli ansvariga genom medverkan till svindleri, med användning av BrB 23:4. Svindleri kännetecknas av offentliggörande eller spridande till allmänheten eller företagets intressenter av vilseledande uppgift, ägnad att påverka den ekonomiska bedömningen av företaget och därigenom medföra skada. Det krävs att uppgiftsmottagaren förväntas företa en förlustbringande disposition som ett resultat av informationen. Grov oaktsamhet är tillräckligt för ansvar och skadeuppsåt fordras därmed inte.<sup>196</sup> Medverkansansvar enligt BrB 23:4 kan naturligtvis aktualiseras även i fråga om bedrägeriansvar. I fall av medverkansansvar till bedrägeri och svindleri uppstår emellertid samma problem som ovan avseende vilseledande och uppsåt.<sup>197</sup> Noteras bör skillnaden mellan en vilseledande uppgift och en oriktig sådan, varav den senare alltså inte omfattas av ansvar i detta sammanhang.<sup>198</sup>

En domstol kan även tänkas avgöra kreditvärderares straffrättsliga ansvar genom analog tolkning av befintliga, straffrättsliga bestämmelser avseende kreditgivning.<sup>199</sup> Ett annat alternativ är analog tolkning av befintlig insiderstrafflag, genom att kreditvärderare skulle anses nyttja icke offentliggjord kurspåverkande information för egen vinning.<sup>200</sup> Med hänsyn till vad som stadgats ovan, kan inte analog tolkning av regler om kreditgivning eller insiderbrott föranleda straffansvar för vårdslöshet för kreditvärderingsinstitut. Dessutom är svensk rätt mycket restriktiv med att applicera straffrättsliga regler utanför deras direkta användningsområde.<sup>201</sup>

---

<sup>194</sup> Se Berggren m.fl., *Brottsbalken* (1 juli 2010, Zeteo), kommentaren till 9:1. Se också NJA 1985 s.22, där det fastställdes att det saknas krav på absolut identitet mellan skada och vinning.

<sup>195</sup> Hunt

<sup>196</sup> Berggren m.fl., *Brottsbalken* (1 juli 2010, Zeteo), kommentaren till 9:9.

<sup>197</sup> Prop. 2002/03:139, s.458

<sup>198</sup> Rodhe, Knut, *Förmögenhetsbrotten – Kreditväsendets rättsliga problem*, 15 upplagan, Handelshögskolans i Stockholm Studentkår, 1985, s.16.

<sup>199</sup> SOU 1999:82, s.22 ff.

<sup>200</sup> Af Sandeberg, Catarina, *Marknadsmisbruk – insiderbrott och kursmanipulation*, Iustus Förlag, 2002, s.21 ff.

<sup>201</sup> SOU 1999:82, s.22 ff.

Legalitetsprincipen innebär att straffstadgandes ordalydelser utgör gränsen för en möjlig tolkning. Det föreligger således ett förbud mot analog strafflagtillämpning enligt svensk rätt. Denna straffrihet för övriga handlingar får inte heller avhjälpas genom sedvanerättslig utfyllnad.<sup>202</sup>

Det rättsliga utrymmet för att i framtiden ålägga kreditvärderingsinstitut ett särskilt straffrättsligt ansvar, begränsas i någon mån av tidigare förarbetens slutsatser. Banklagskommittén fick, som ett resultat av den svenska finansiella krisen i början av 1990-talet, i uppgift att utreda frågan om en kriminalisering av vårdslös kreditgivning. Det noterades att en kriminalisering endast är befogad i följande fall: om ett beteende kan föranleda påtaglig skada eller fara; alternativa sanktioner saknas, är irrationella eller skulle kräva oproportionerligt höga kostnader; straffsanktion krävs med hänsyn till gärningens allvar; straffsanktion utgör ett effektivt medel för att motverka beteendet samt att rättsväsendet innehar resurser att klara ytterligare belastning. Det noteras att en regulatorisk önskan att förändra förutsättningarna för skadeståndsskyldighet inte utgör ett tillräckligt skäl för kriminalisering.<sup>203</sup> Kommittén nådde slutsatsen att ett straffrättsligt ansvar vid vårdslös kreditgivning var olämpligt att ålägga, eftersom kriminalisering ansågs vara en åtgärd som borde användas restriktivt. Då man konstaterat att lagens skyddsobjekt skulle bli redan riskmedvetna företag, ansågs inte de samhällsekonomiska fördelarna med en kriminalisering uppväga nackdelarna. Man ansåg att en kriminalisering riskerade att begränsa institutens riskmedvetenhet. Regeringen drog också slutsatsen att en kriminalisering av enskildas beteenden är ett olämpligt medel för att förhindra systemkriser.<sup>204</sup>

Om en domstol likväl fastställer att en brottslig gärning har begåtts i tjänsten på ett kreditvärderingsinstitut, kan gärningsmannen ådra sig ett skadeståndsansvar. SkL 2:2 föreskriver nämligen att skadeståndsansvar uppkommer för ren förmögenhetsskada som har förorsakats av den fysiska eller juridiska personen som har drabbats av brottet. Motiven upptar bl.a. skada genom bedrägeri som en ren förmögenhetsskada.<sup>205</sup> Inom straffrätten förekommer inget principalansvar.<sup>206</sup> Inom skadeståndsrätten, medför däremot principalansvar enligt SkL 3:1 att arbetsgivare är ansvarig för arbetstagares handlingar som begås i tjänsten. Arbetsgivaren svarar för arbetstagarens vårdslöshet vid utförande av dennes arbetsuppgifter. Ett kreditvärderingsinstituts företrädare måste således ersätta förmögenhetsskada på grund av brott begångna av en analytiker i tjänsten.<sup>207</sup> Det krävs dock ett närmare samband med tjänsten än annars när det gäller principalansvar för ren förmögenhetsskada.<sup>208</sup> Brottsliga

---

<sup>202</sup> Leijonhufvud & Wennberg, s.22 ff.

<sup>203</sup> SOU 1999:82, s.49 ff.

<sup>204</sup> Prop. 2002/03:139, s.452 ff.

<sup>205</sup> Bengtsson & Strömbäck, Skadeståndslagen (1 oktober 2009, Zeteo), kommentaren till SkL 2:2.

<sup>206</sup> Leijonhufvud & Wennberg, s.78

<sup>207</sup> Bengtsson & Strömbäck, Skadeståndslagen (1 oktober 2009, Zeteo), kommentaren till SkL 3:1.

<sup>208</sup> Bengtsson, SvJT 2002 s.33

handlingar som resulterar i ren förmögenhetsskada saknar ofta tillräckligt samband med tjänsten för att principalansvar ska kunna uppstå. Vid ett fall av bedrägeri av biträdande jurist på advokatkontor kunde exempelvis inte advokatkontoret göras ansvarigt.<sup>209</sup>

Om en domstol fastställer att straffrättsligt ansvar aktualiseras, återstår dessutom frågan om hur själva investeringsbeslutet ska bedömas. Straffbestämmelsen för bedrägeri motsvaras av AvtL 30§, vilken stadgar att en rättshandling som har tillkommit genom svikligt förledande ska anses som ogiltig. Transaktionen bör således rimligtvis återgå. Paragrafen förutsätter dock att handlingen (investeringen) vidtas gentemot gärningsmannen (kreditvärderaren) eller gentemot en tredje man som insåg eller bort inse sveket (emittenten). För kreditvärderingar aktualiseras närmast det sistnämnda, eftersom investeraren och kreditvärderingsinstitutet saknar direkt kontakt.<sup>210</sup>

## 8.4 Civilrättsligt ansvar

Som tidigare har beskrivits i uppsatsen, var amerikanska NRSRO-institut före finanskrisen undantagna från civilrättsligt ansvar för vårdslöshet. Undantaget medförde en skillnad i standard jämfört med liknande rättsfigurer, vilka lydde under ett expertansvar.<sup>211</sup> För kreditvärderingar av europeiska finansiella instrument, gällde EU-direktivet om marknadsmissbruk. Genom direktivet kunde institut som haft eller borde ha haft kunskap om att en utfärdad värdering var felaktig eller missvisande åläggas ansvar för marknadsmanipulation.<sup>212</sup>

Sedan Wall Street Acts införande, innehar amerikanska SEC numera uttrycklig, civilrättslig extraterritoriell jurisdiktion över kreditvärderingar av finansiella instrument utfärdade i exempelvis EU. Rekvisitet är att kreditvärderingen har haft förutsägbar och betydande påverkan på den amerikanska marknaden. Det amerikanska bedrägerirelaterade ansvaret aktualiseras, som tidigare stadgats, om kreditvärderingsinstitutet gjort sig skyldigt till uppsåtligt felaktig eller vårdslös kreditgivning. SEC:s civilrättsliga sanktionssystem kommer således att vara högst relevant även för institut verksamma utanför USA.<sup>213</sup> Noteras bör dock att ett kreditvärderingsinstitut kan lämna ett missvisande utlåtande utan att det uppfyller de amerikanska rekvisiten på subjektivt ansvar och vilseledande.<sup>214</sup>

---

<sup>209</sup> NJA 2000 s.380

<sup>210</sup> Rodhe, s.13.

<sup>211</sup> SEC, *SEC Hearings on Issues Relating to Credit Rating Agencies*, 21 november 2002

<sup>212</sup> Dir. 2003/6/EG

<sup>213</sup> Wall Street Act. Se även SEC Press Release, *SEC Issues Report Cautioning Credit Rating Agencies*, doc no. 2010-159, 31 augusti 2010, som klargör att myndigheten hädanefter kommer att granska kreditvärderingar utfärdade i andra länder.

<sup>214</sup> Hunt

Genom ändringsförslaget till den nya EU-förordningen, kommer ESMA att ha exklusiv kompetens inom EU att ålägga kreditvärderingsinstitut ett civilrättsligt ansvar baserat på att brott mot förordningens regler. ESMA har befogenhet att utfärda straffavgift eller viten för de institut, emittenter eller anknutna tredje män som bryter mot förordningens regler. Förordningen stadgar att det subjektiva ansvarsrekvisitet utgår från normal vårdslöshet och det krävs således endast att en vårdslös kreditvärdering kan bevisas för att ansvar ska uppstå. Den exklusiva kompetensen innebär att svenska domstolar saknar mandat att utdöma ett civilrättsligt ansvar baserat på förordningen. Den svenska lagstiftningen om kreditvärderingsinstitut blir således inaktuell i de avseenden som kan aktualisera ansvar. Därmed måste en svensk civilrättslig dom baseras på rättsregler utanför förordningen och skriven lag.<sup>215</sup>

Ett kreditvärderingsinstituts agerande i Sverige kommer således att bedömas av ESMA enligt gemenskapsrättslig reglering. Svenska domstolar kommer att bedöma agerande enligt svensk reglering på området. Dessutom kommer amerikansk reglering att vara relevant, genom SEC:s befogenheter. Ur den europeiska förordningen kan viss vägledning hämtas avseende vilket agerande som kan betecknas som vårdslöst av ett kreditvärderingsinstitut. En domstol (resp. ESMA och SEC) måste emellertid också kunna konstatera att kreditvärderingsinstitutet ifråga de facto har utfört en felaktig eller missvisande kreditvärdering. Det aktualiserar de svårigheter som kan finnas beträffande vilken grad av fel som motiverar en juridisk åtgärd. Att kreditvärderingsinstitut begår misstag måste anses vara oundvikligt men måste inte i alla lägen aktualisera rättsliga sanktioner. Dessutom kan inte instituten ensamt göras ansvariga för att en emittent ställer in sina betalningar. Strukturerade finansiella instrument är komplexa till sin natur och det finns anledning att lämna visst utrymme till att ett enskilt instrument inte utvecklas i enlighet med dess applicerade kreditvärdighet.<sup>216</sup> En domstol måste också kunna avgöra huruvida en missvisande kreditvärdering är ett resultat av låg kvalitet hos institutets analyser, eller om institutet endast har haft otur vid värderingen.<sup>217</sup> Eftersom endast ett litet antal högt värderade instrument och emittenter faktiskt ställer in sina betalningar, kommer en domstol inte heller att kunna tillgodogöra sig jämförande material i syfte att bedöma kvaliteten på kreditvärderingar under en viss period.<sup>218</sup> Dessutom måste en domstol besitta tillräcklig kompetens om kreditvärderingsinstitutens marknad för att korrekt kunna segmentera den vid jämförelser. Om S & P skulle åtalas för missvisande kreditvärderingar av bolånestödda CDO:s under 2007, uppstår exempelvis frågan om det korrekta segmentet ska indelas i subprime- respektive icke-subprimeobligationer. Domstolen måste således kunna avgöra i varje enskilt

---

<sup>215</sup> Council of the European Union, 13106/10, *Presidency compromise - Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council - On amending Regulation (EC) No. 1060/2009 on credit rating agencies*, 6 september 2010

<sup>216</sup> Gudzowski, Milosz, *Mortgage Credit Ratings and the Financial Crisis: the Need for a State-Run Mortgage Security Credit Rating Agency*, Columbia Business Law Review, mars 2010.

<sup>217</sup> Hunt

<sup>218</sup> Gudzowski



fall vilka produkter och kategorier som kan användas för en kvalitativ jämförelse. Om det genom praxis eller allmänna råd uppställs särskilda kriterier för vad som kännetecknar ett segment, uppstår incitament för emittenter och institut att omforma sina modeller så att ett visst instrument passar in i en fördelaktig kategori. Tillsynsorgan och lagstiftare måste också definiera tidsramar för vilka perioder som kvaliteten ska bedömas under. En bedömning av värdering jämfört med inställda betalningar måste kunna ske enligt olika tidsperioders perspektiv, exempelvis sex månader och ett år.<sup>219</sup>

Om en svensk domstol skulle utdöma ett civilrättsligt ansvar, aktualiseras svenska regler om ersättningsansvar. I SkL 1:1 tydliggörs att *lex specialis* har företräde framför *lex generalis*-bestämmelser i skadeståndslagen. Speciallagstiftning om skadestånd utom kontraktsförhållanden föreskriver ofta ett strikt ansvar, till skillnad från skadeståndslagens högre krav på vållande (uppsåt eller oaktsamhet) för ansvar.<sup>220</sup> Lagen om kreditvärderingsinstitut innehåller emellertid inget sådant strikt ansvar.<sup>221</sup> Förutom dessa regelverk, tillämpas allmänna skadeståndsrättsliga regler som utfyllnad. Här aktualiseras grundprinciper om krav på skada (ekonomisk förlust) för motparten och en adekvat kausalitet (relevant orsakssamband mellan handlande och skada). Adekvanskravet innebär att handlingen, typiskt sett, måste ha ökat risken för att skadan skulle inträffa. Händelseförloppet får inte vara alltför svårt att förutse eller slumpmässigt. Avseende bevisbördan, är det i princip den skadelidandes ansvar att visa att skada och orsakssamband föreligger.<sup>222</sup>

## 8.4.1 Inomobligatoriskt ansvar

Ett potentiellt civilrättsligt ansvar för kreditvärderingsinstitut bör delas upp i ett inomobligatoriskt och ett utomobligatoriskt avsnitt. Agerande inom ett kontraktuellt partsförhållande bedöms av naturliga skäl på ett annat sätt än ett utomobligatoriskt agerande. Eventuella skillnader mellan institutens ansvar gentemot emittenter respektive utomstående investerare kan också mer effektivt tydliggöras genom en sådan uppdelning. Mellan emittent och institut föreligger nämligen avtal, medan sådant saknas mellan investerare och institut. Som tydliggjordes ovan, resulterar ändringsförslaget till förordningen att det kommer att saknas svensk lagstiftning som ålägger institut ett civilrättsligt ansvar. Svenska domstolar måste således hämta ledning genom analog tolkning av likvärdiga rättsfigurers ansvar eller från allmänna, skadeståndsrättsliga principer.<sup>223</sup>

---

<sup>219</sup> Hunt

<sup>220</sup> Bengtsson & Strömbäck, Skadeståndslagen (1 oktober 2009, Zeteo), kommentaren till SkL 1:1.

<sup>221</sup> Se prop. 2009/10:217, s.43 ff., som tydliggör att lagen om kreditvärderingsinstitut baseras på rekvisit om vårdslöshet.

<sup>222</sup> Bengtsson & Strömbäck, Skadeståndslagen (1 oktober 2009, Zeteo), kommentaren till SkL 1:1.

<sup>223</sup> Jmf. Kleineman, Jan, *Rådgivares informationsansvar – en probleminventering*, SvJT 1998, Häfte 3, s.185.

Med hänsyn till jämförelsen med liknande rättsfigurer i avsnitt 7, skulle ett civilrättsligt ansvar för kreditvärderingsinstitut kunna aktualiseras genom allmänna principer om rådgivaransvar. Ett rådgivaransvar är främst ett kontraktuellt ansvar mellan uppdragstagare och uppdragsgivare. Mellan en bank och dess kund uppstår ett avtalsförhållande, vilket i sin tur aktualiserar ett direkt rådgivaransvar. På inomobligatoriska grunder, är därmed banken ansvarig om den genom oförsvarligt felaktig rådgivning orsakar en ekonomisk förlust för kunden.<sup>224</sup> Den inomobligatoriska ansvarsbedömningen utgår från ansvarsgrunderna kontraktsbrott och culpa.<sup>225</sup> Vid ett kontraktsbrott är den primära rättsgrunden själva avtalet mellan parterna. Vid avtalstolkning och avtalsutfyllnad är det också, som bekant, parternas gemensamma vilja som är styrande. Om en part inte uppfyller sina avtalsrättsliga förpliktelser, är denne föremål för en starkare ansvarsgrund än om avtal inte hade förelegat. Om de avtalsrättsliga förpliktelserna inte uppfylls, kan motparten aktualisera sanktioner i form av exempelvis skadestånd.<sup>226</sup>

Inom common law föreligger vidare en skyldighet för en part i ett avtalsförhållande att handla med s.k. *good faith*. En sådan skyldighet föreligger emellertid inte generell, utan används vid särskilt specificerade avtalstyper.<sup>227</sup> Den praktiska tillämpbarheten av *good faith* anses vara mindre i common law än i övriga rättssystem och särskilt restriktiv i engelska domstolar.<sup>228</sup> Inom svensk doktrin har Munukka lanserat begreppet kontraktuell lojalitetsplikt för att beskriva liknande omständigheter avseende en parts skyldighet att iaktta, eller tillvarata, motpartens intresse.<sup>229</sup> Munukka menar dock att begreppet inte kan betraktas som en rättsregel och att de rättsföljder som kan tänkas föranledas inte är möjliga att fastställa. Kontraktuell lojalitetsplikt skulle således snarare betraktas som en princip och inte föranleda någon allmän skyldighet att agera lojalt gentemot sin kontraktspart.<sup>230</sup>

Skadeståndsansvaret för ren förmögenhetsskada utvidgas i inomobligatoriska förhållanden, genom en tillämpning av kontraktsrättsliga grundsatser. Skadeståndsskyldigheten i sådana avtalsförhållanden omfattar allt vållande, dvs. även oaktsamma, icke brottsliga handlingar.<sup>231</sup> Som tidigare nämnts, medför principalansvar att arbetsgivare är ansvarig för

---

<sup>224</sup> Lyngge Andersen, Lennart & Werlauff, Erik, *Kreditretten*, Fjärde upplagan, Thomson – GadJura, 2005, s.214.

<sup>225</sup> Bengtsson & Strömbäck, Skadeståndslagen (1 oktober 2009, Zeteo), kommentaren till SkL 1:1.

<sup>226</sup> Bengtsson & Strömbäck, Skadeståndslagen (1 oktober 2009, Zeteo), kommentaren till SkL 1:1 och Korling, s.521 ff.

<sup>227</sup> Lloyds Bank Ltd v Bundy (1975). Bernard Schulte GmbH & Co v Nile Holdings Ltd (2004)

<sup>228</sup> Gorton, Lars, Good Faith (Loyalty) in Contractual Relations, i *Liber Amicorum Reinhold Fahlbeck*, Juristförlaget, Lund, 2005.

<sup>229</sup> Munukka, Jori, *Kontraktuell lojalitetsplikt*, Jure Förlag, Stockholm, 2007, s.12.

<sup>230</sup> Munukka, s.461

<sup>231</sup> Bengtsson & Strömbäck, Skadeståndslagen (1 oktober 2009, Zeteo), kommentaren till SkL 1:1.

arbetstagares vårdslösa handlingar som begås i tjänsten.<sup>232</sup> Principalansvar för ren förmögenhetsskada kräver dock ett närmare samband med tjänsten än annars.<sup>233</sup> Även avseende principalansvar för inomobligatoriska avtalsförhållanden, kan ansvar emellertid aktualiseras när en anställd har orsakat en ren förmögenhetsskada på annat sätt än genom brott.<sup>234</sup>

Avseende ett inomobligatoriskt ansvar gentemot investerare, förutsätter det således att en kreditvärdering klassificeras som ett rådgivningsuppdrag. Visserligen innebär en kreditvärdering att en investerare får hjälp med att inhämta och välja ut relevant information samt att utvärdera denna. För att uppnå definitionen av ett normalt rådgivningsuppdrag, skulle emellertid investeraren behöva tilldelas en roll som uppdragsgivare i förhållande till institutet.<sup>235</sup> Kreditvärderingsinstitutets inomobligatoriska ansvar har aldrig varit föremål för rättslig prövning i Sverige eller EU. Enligt amerikansk praxis ger däremot inte ett offentliggörande av en kreditvärdering, utan att denna värdering har bekostats av långgivare eller investerare, upphov till ett direkt avtalsförhållande mellan institutet och investeraren som kan tänkas utnyttja värderingen. Den amerikanska praxis som finns på området indikerar således att ett inomobligatoriskt ansvar för kreditvärderare gentemot investerare inte är aktuellt.<sup>236</sup>

## 8.4.2 Utomobligatoriskt ansvar

Även om ett rådgivaransvar främst är ett kontraktuellt ansvar mellan uppdragstagare och uppdragsgivare, kan en rådgivare också bli ansvarig mot en tredje man. Kreditvärderingsinstitut är möjligen undantagna från ett direkt rådgivningsansvar gentemot en investerare med hänsyn till avsaknaden av avtalsförhållande. Däremot skulle alltså ett indirekt och utomobligatoriskt rådgivningsansvar, genom analog tolkning av rättsfiguren professionsansvar, kunna aktualiseras. Förekommande praxis avseende professionsansvar för en viss yrkesform tillämpas ofta analogt på övriga yrkesformer som kan anses omfattade av ett professionsansvar.<sup>237</sup> Kleineman konstaterar att revisorer, värderingsmän och advokater utgör tydliga exempel på yrkesutövare med särskilda lojalitetsplikter gentemot tredje man.<sup>238</sup> Jämförelsen mellan olika rättsfigurer i avsnitt 7 har tydliggjort att kreditvärderare i praxis inte har omfattas av sådana särskilda lojalitetsplikter. Kleineman menar däremot att det är sannolikt att övriga likvärdiga mäklare och mellanmän i framtiden kan åläggas ett jämförbart ansvar. Ett sådant ansvar skulle, enligt Kleineman, kunna baseras på att de

---

<sup>232</sup> Bengtsson & Strömbäck, Skadeståndslagen (1 oktober 2009, Zeteo), kommentaren till SkL 3:1.

<sup>233</sup> Bengtsson, Bertil, *Skadestånd utom kontraktsförhållanden 1997-2000*, SvJT 2002, Häfte 1, s.33.

<sup>234</sup> NJA 2000 s.639

<sup>235</sup> Korling, s.119

<sup>236</sup> Se *Jefferson County School District v Moody's Investor Services Inc* (1999) samt *In re Enron Corp. Securities Derivative & ERISA litigation* (S.D. Tex., 2005)

<sup>237</sup> Korling, s.564

<sup>238</sup> Kleineman, 1998

speciella lagreglerna för t.ex. revisorer tillämpas analogt eller på att ansvar fastställs enligt allmänna skadeståndsrättsliga principer.<sup>239</sup>

Begreppet ”professionsansvar” härstammar från common law-principen om *professional liability*, vilket antas omfatta flertalet uppdragstagare men med särskilt fokus på immateriella tjänster. Ansvaret utgörs av de implicita förpliktelser som en yrkesmässig uppdragstagare har gentemot sin uppdragsgivare.<sup>240</sup> Den eventuella skada som kan orsakas vid utövande av tjänster omfattade av professionsansvar är oftast en ren förmögenhetsskada, vilket överensstämmer med de skador som en felaktig värdering kan tänkas orsaka.<sup>241</sup>

För yrkesutövare som revisorer, kreditinstitut och advokater kan rättsfigurena professionsansvar och rådgivaransvar ofta överlappa varandra.<sup>242</sup> Till skillnad från vad som anges i avsnitt 8.4.1, är den del av rådgivningsansvaret som kan betecknas som professionsansvar emellertid inte beroende av att det föreligger ett formellt avtal mellan uppdragsgivare och uppdragstagare. Praxis visar att ett rådgivningsförhållande uppstår när en kund på goda grunder har uppfattat sin motpart som rådgivare och denne borde ha förstått detta men inte markerat någon annan mening.<sup>243</sup> Det aktuella rådet måste också vara av en viss typ, nämligen baserat på uppgiftslämnarens egen sakkunskap och inom dennes verksamhetsområde.<sup>244</sup> Ett råd som lämnas icke-professionellt anses inte ge upphov till ansvar, då en vilseledd saknar skäl att fästa tillit till uttalandet. Om rådet däremot lämnats professionellt kan mottagaren anses ha befogad tillit till rådet, vilket skulle aktualisera ett strängare ansvar för rådgivaren. Ansvar förutsätter dock rimligtvis att rådgivaren i vart fall borde ha insett att motparten förlitade sig på informationen.<sup>245</sup> Lindskog menar att råd normalt sett är kopplade till ett avtalsliknande förhållande men att utomobligatoriska råd inte kan uteslutas från rådgivningsansvar. Han exemplifierar sådana med olika slags köprekommendationer i facktidsningar. Lindskog för fram åsikten att man utan att pröva huruvida avtalsförhållande föreligger, bör undersöka om det finns en relevant handlingsnorm beträffande rådgivningen, om en ansvarsgrundande avvikelse från den normen har uppstått samt om ”rådtagaren” har haft befogad tillit till rådet. Själva förhållandet mellan rådgivare och rådtagare behöver då inte rättstekniskt klassificeras som avtal, utan snarare bedömas efter rådgivarens kvalificerat tillitsskapande ställning i förhållande till rådtagaren.<sup>246</sup> Bedömningen av huruvida professionsansvar föreligger, sker vidare genom kontraktsexterna förpliktelser såsom lagstiftning och branschpraxis (inklusive god sed).<sup>247</sup>

---

<sup>239</sup> Kleineman, 1998

<sup>240</sup> Korling, s.11

<sup>241</sup> Kleineman, 1998

<sup>242</sup> Kleineman, 1998

<sup>243</sup> Se NJA 1992 s.243

<sup>244</sup> Björkdahl, Erika, P., *Lojalitet och kontraktliknande förhållanden*, Iustus Förlag, 2007, s.407 ff.

<sup>245</sup> Kleineman, 1998

<sup>246</sup> Lindskog, Stefan, *Recension av Fredric Korlings ”Rådgivningsansvar – särskilt avseende finansiell rådgivning och investeringsrådgivning”*, JT, Nr 1, 2010/11.

<sup>247</sup> Korling, s.544 och s.383

Begreppet professionsansvar har dessutom ofta använts för att beskriva just en rådgivares ansvar gentemot en tredje man, som har förlitat sig på den information som rådgivaren har tillhandahållit sin inomobligatoriska motpart. Det finns även praxis som visar att skadeståndsansvar gentemot tredje man kan aktualiseras.<sup>248</sup> Detta innebär att ett professionsansvar kan åläggas även i utomobligatoriska relationer. Tredje man måste dock tillhöra en krets som haft befogad tillit till den tillhandahållna informationen, samtidigt som kravet att skadevållaren borde ha insett risken för skada måste vara uppfyllt.<sup>249</sup> I doktrinen uttalas att informationen också på ett adekvat sätt måste vara riktad till rådtagaren.<sup>250</sup> Uppgifterna måste således vara individualiserade på ett sådant sätt att de är anpassade till en avgränsad grupp mottagare.<sup>251</sup> Detta tredjemansansvar skiljer sig från vad som annars gäller enligt skadeståndsrättsliga principer, eftersom dessa normalt sett inte skyddar en tredje mans intressen vid rena förmögenhetsskador. Det finns också exempel i praxis då HD valt att utgå från en analogi av en uttrycklig lagregel för att utvidga ansvaret gentemot tredje man.<sup>252</sup> Dessutom förekommer doktrin som, med hänvisning till Munukkas kontraktuella lojalitetsplikt, föreslår en utomkontraktuell lojalitetsplikt. I treparts-konstellationer, såsom den mellan kreditvärderare, emittent och investerare, konstateras det dock att det får anses orimligt att ett sådant ansvar gäller gentemot alla som tar del av uppgiftslämnarens information. Uppgiftslämnaren måste ha möjlighet att kunna identifiera potentiella mottagare. En utomkontraktuell lojalitetsplikt bör snarare reserveras för relationer nära det kontraktuella området. Den tycks således baseras på ungefär samma grunder som ett utomobligatoriskt professionsansvar, med tillägget att den troligtvis endast uppstår om potentiella skadelidande är särskilt skyddsvärda.<sup>253</sup>

En person som verkar under ett professionsansvar är skyldig att prestera väl och infria de krav som rimligen kan ställas på en sakkunnig på området.<sup>254</sup> Agerandet bedöms alltså ofta enligt en kvalitetsnorm som kan definieras som god yrkessed.<sup>255</sup> Vad som betraktas som god sed är ofta beroende av

---

<sup>248</sup> I NJA 1987 s.692 blev en värderingsman skadeståndsansvarig gentemot tredje man för oaktsam vilseledande information. HD ansåg att det måste stå klart för en värderingsman att ett värderingsintyg används för skilda ändamål och av andra personer än den direkta uppdragsgivaren. HD noterade dock avsaknaden av friskrivningsklausuler från sådant ansvar. I NJA 1996 s.700 blev en konkursförvaltare ansvarig mot tredje man.

<sup>249</sup> Kleineman, 1998

<sup>250</sup> Lindskog

<sup>251</sup> Björkdahl, s.407 ff.

<sup>252</sup> Se t.ex. NJA 1996 s.224 och NJA 1998 s.734, där en revisor i båda fallen blev skadeståndsskyldig gentemot bank som lämnat kredit till bolag baserad på felaktig årsredovisning. HD fick dock kritik för att ha ålagt ett alltför vittgående personligt ansvar för den tidigare revisorn i NJA 1996 s.224, då dennes ansvar borde ha begränsats av SKL 4:1.

<sup>253</sup> Björkdahl, s.380 ff.

<sup>254</sup> Lyng Andersen, 2007

<sup>255</sup> Se t.ex. LFR 5§ om god rådgivningssed, Ffl 5:4 om god försäkringsförmedlingssed, FML 12§ om god fastighetsmäklarsed, RB 8:4 om god advokatsed samt revisorslagen 19§ om god revisorssed.

den aktuella branschens rekommendationer och riktlinjer. För närvarande saknar kreditvärderingsinstitut emellertid specificerade riktlinjer för vad som kan betraktas som god sed.<sup>256</sup> Praxis visar att en person med rådgivningsliknande ansvar i kommersiella sammanhang inte är föremål för lika höga krav som exempelvis en bank som lämnar rådgivningsliknande information till en privatkund (konsument).<sup>257</sup> Om olika kreditvärderingsinstitut avger samma missvisande kreditvärdering avseende en viss obligation, kan alla betraktas som uppdragstagare. Enligt doktrin, bör dock den rådgivare som anlitas sist bära ansvaret. Detta skulle främst bero på att tidsfaktorn är central vid exempelvis finansiella placeringar och det finansiella läget därmed snabbt föränderligt.<sup>258</sup>

I USA har tidigare rättsläge avvisat rådgivningsansvar och istället indikerat att institutens verksamhet snarare ska vara jämförbar med journalistik.<sup>259</sup> Den förändrade amerikanska inställningen till institutens professionsansvar, kan utläsas ur Wall Street Acts införande av ett expertansvar (s.k. *expert liability*). Om det finansiella instrument som värderas används av emittenter i förhållande till SEC, blir kreditvärderingsinstitutet ansvarigt om instrumentet är missvisande. Ansvaret knyts till borttagandet av den regel som undantog NRSRO-institut från civilrättsligt ansvar. Det amerikanska expertansvaret aktualiseras, i likhet med vad som stadgats om det straffrättsliga bedrägeriansvaret, om kreditvärderingsinstitutet gjort sig skyldig till uppsåtligt felaktig eller vårdslös kreditgivning.<sup>260</sup> Institutet själva menar att ett expertansvar grundat på vårdslöshet resulterar i fler framgångsrika rättsprocesser gentemot instituten.<sup>261</sup> Institutet menar att ansvar på grund av uppsåtligt felaktig eller vårdslös värdering skulle kunna uppstå även om institut agerar i god tro. Detta skulle skilja sig från ansvaret för likvärdiga rättsfigurer. Eftersom kreditvärderingar bedömer sannolikheten för framtida händelser (nämligen defaults), menar instituten att de är mer känsliga för senare granskning än uttalanden av andra marknadsaktörer. S & P föreslog att lagförslaget skulle ändras så att de visserligen skulle lyda under ett bedrägeriansvar men inte ett som skulle omfatta vårdslöst agerande.<sup>262</sup>

Instituten avger värderingar som tillkommer professionellt. En kreditvärdering baseras på en mycket avancerad intellektuell bedömning av ett finansiellt instrument eller företag. Att verksamheten ifråga erhåller

---

<sup>256</sup> NJA 2007 s.82 stadgar exempelvis att begreppet ”god advokatsed” utvecklas genom advokatsamfundets riktlinjer.

<sup>257</sup> Kleineman, 1998. Jmf. LFR samt NJA 1997 s.127 I-II, som skärper kraven på rådgivare i förhållande till konsumenter.

<sup>258</sup> Pålsson, Anne-Marie & Samuelsson, Per, *Banks ansvar för ekonomisk rådgivning*, SvJT 1999, Häfte 5, s.529.

<sup>259</sup> Se Jefferson County School District v Moody’s Investor Services Inc (1999) samt In re Enron Corp. Securities Derivative & ERISA litigation (S.D. Tex., 2005)

<sup>260</sup> Wall Street Act

<sup>261</sup> S & P, *A Letter from Deven Sharma, President of Standard & Poor’s – To Our Investors, Clients and Issuers*, 16 juli 2010

<sup>262</sup> S & P, *Restoring American Financial Stability Act of 2009, Title IX, Subtitle C, Section 933, State of Mind in Private Actions*

finansiering av finansiellt kunniga emittenter, samtidigt som informationen används av likaledes kunniga investerare, är en ytterligare indikation på kvalitén. Marknaden fäster tilltro till den enskilde analytikerns bedömning som är ett resultat omfattande utbildning och erfarenhet av det särskilda området. Ett institut kan därmed anses bedriva verksamhet med särskild insikt och expertis. Detta kan jämföras med en person utan insikt eller kunskap som uttalar sig om en emittents ekonomiska ställning och kreditvärdighet genom att offentliggöra det på sin egen hemsida.<sup>263</sup> Ett problematiskt bevisläge skulle kunna avse kravet på sakkunskap hos uppgiftslämnaren. En kreditvärderare behöver dock inte ha sakkunskap motsvarande emittentens om det finansiella instrumentet ifråga. Tillräckligt är att själva bedömningen av instrumentet har grundats på sakkunskap.<sup>264</sup> Det som talar emot en sådan bedömning är, förutom befintlig praxis, bland annat att en domstol kan mena att ett institut måste vara föremål för en mer flexibel tolkning av professionsansvaret, då dess verksamhet främst behandlar skönmässiga värderingar. Praxis visar nämligen att vid utfärdande av exempelvis värderingsintyg, föreligger ett stort utrymme för felaktigheter på grund av svårigheten att fastställa egendomens marknadsvärde.<sup>265</sup> Det finns emellertid viss praxis som indikerar att en uppdragstagare som åtar sig att utföra en tekniskt komplicerad analys, har en skyldighet att informera sin uppdragsgivare om resultatet så att denne kan dra rimliga och korrekta slutsatser av resultatet. En sådan skyldighet föreligger, trots att analysen kan anses vara framåtsyftande och därmed något osäker. Det aktuella fallet rörde dock parter under avtalsförhållande, där uppdraget utfördes mot betalning.<sup>266</sup>

Förutsatt att en domstol skulle kunna ålägga kreditvärderingsinstitut ett juridiskt ansvar baserat på analogitolkning av professionsansvarets riktlinjer om finansiell rådgivning, återstår frågan om hur uppkommen skada ska bevisas och hur skadeståndet ska beräknas. Det är uppdragsgivarens skyldighet att bevisa sin skada genom att påvisa att ett alternativt, hypotetiskt scenario skulle ha resulterat i större vinst för uppdragsgivaren. Därefter skiftar bevisbördan och det är rådgivarens uppgift att påvisa att den uppgivna skadan sannolikt är mindre än vad uppdragsgivaren uppger.<sup>267</sup> Utom kontraktsförhållanden ska den skadelidande, förutom skada och orsakssamband, också visa att vållande på motsidan föreligger innan bevisbördan skiftar. När det gäller ersättningsansvar för utomobligatoriska skyldigheter, aktualiseras dessutom andra regler än vid kontraktsförhållanden. SkL innehåller ingen direkt regel om tredjemansskada och därmed måste ledning hämtas i allmänna skadeståndsrättsliga grundsatser. I allmänhet kan endast den som omedelbart drabbas av en skada fordra ersättning för denna. Andra personer

---

<sup>263</sup> Tak Shin

<sup>264</sup> Björkdahl, s.407 ff.

<sup>265</sup> NJA 1987 s.692

<sup>266</sup> NJA 1994 s.532

<sup>267</sup> NJA 1991 s.625, NJA 1992 s.58, NJA 1999 s.625 och NJA 1998 s.625

som lider ekonomisk förlust kan inte direkt kräva den ansvarige. Indirekt förlust utgör inte heller en ren förmögenhetsskada enligt SkL 1:2.<sup>268</sup>

### 8.4.3 Ansvarsfriskrivning

*”The ratings and credit analyses of S & P and its affiliates and the observations contained herein are statements of opinion as of the date they are expressed and not statements of fact or recommendations to purchase, hold, or sell any securities or make any investment decision. /.../ Users of the information contained herein should not rely on any of it in making any investment decision. S & P’s opinions and analyses do not address the suitability of any security. S & P does not act as a fiduciary or an investment advisor. While S & P has obtained information from sources it believes to be reliable, S & P does not perform an audit and undertakes no duty of due diligence or independent verification of any information it receives.”<sup>269</sup>*

Förutom att bilägga en ansvarsfriskrivning lik den ovan till alla kreditvärderingar, använder instituten numera sig även av ansvarsfriskrivningar riktade direkt till emittenten. Det framgår där att institutet ifråga förlitar sig på faktisk information som det tillhandahålls från källor som kan anses trovärdiga. Det framgår också att institutet inhämtar *”reasonable verification”* så långt som möjligt av denna information. I ansvarsfriskrivningen gentemot emittenten står det uttryckligen att institutet inte agerar som rådgivare gentemot emittenten och att institutet inte får refereras till som expert. Det förekommer också att kreditvärderingsinstitutet har avtalat med emittenten att denne uttryckligen avsäger sig alla eventuella inomobligatoriska rättigheter gentemot institutet.<sup>270</sup> Förutom de likheter som tidigare utretts mellan kreditvärderingsinstitut och andra finansiella institut, är dessas standardklausuler för ansvarsfriskrivning samstämmiga.<sup>271</sup> Till skillnad från de liknande rättsfigurerna, har kreditvärderingsinstitut emellertid inte sedan år 2000 använt sig av faktisk verifikation av den information som emittenter tillhandahåller. Detta förhållande tydliggörs också i sista meningen i ansvarsklausulen ovan.<sup>272</sup>

Inom svensk rätt, finns möjlighet att en skadevållande parts civilrättsliga ansvar bortfaller om denne har formulerat en ansvarsfriskrivning vid avtalsslut. SkL 1:1 stadgar att skadeståndslagen är dispositiv, då den inte är tillämplig om annat följer utav avtal. Bestämmelsen tydliggör möjligheten för parter inom kontraktsförhållanden att begränsa eller friskriva sig från

---

<sup>268</sup> Bengtsson & Strömbäck, Skadeståndslagen (1 oktober 2009, Zeteo), kommentaren till SkL 1:1.

<sup>269</sup> S & P’s standardmässiga friskrivning vid kreditvärdering. Se t.ex. S & P, *Research update: Moody’s Corp. A-1 Short-Term Rating Placed On CreditWatch Negative*, 29 juni 2010

<sup>270</sup> Se t.ex. FitchRatings, *Letter to Svensk Hypotekspension Fond 1 AB (publ)*, 31 augusti 2010

<sup>271</sup> Lyngé Andersen, s.94

<sup>272</sup> Coffee, 2010. Se även avsnitt 7.



ansvar. Svensk rätts starka princip om avtalsfrihet medger att infogande av avtalsvillkor som begränsar en parts ansvar gentemot den andra normalt sett bör tillerkännas rättsverkan. Sådana ansvarsbegränsningar får, enligt huvudregeln, inte kringgås genom åberopande av SkL.<sup>273</sup> Undantag torde kunna ske om ansvaret exempelvis grundas på uppsåtliga brott.<sup>274</sup> Ansvarsfriskrivningar från eget uppsåt eller egen grov vårdslöshet saknar ofta rättsverkan, dock med vissa undantag för kommersiella sammanhang. I kommersiella avtalsförhållanden torde det åtminstone vara fullt möjligt att friskriva sig från normal vårdslöshet.<sup>275</sup>

För att ansvarsfriskrivningar ska kunna tillerkännas rättsverkan i svensk rätt, föreskriver rekvisit att de ska vara tillräckligt tydliga, detaljerade och inte otillbörliga.<sup>276</sup> Även under common law måste en friskrivning vara tydlig, detaljerad och specificerad. Den får exempelvis inte omfatta bedrägeri eller grundläggande, inomobligatoriska åtaganden.<sup>277</sup> Otydliga eller oskäligen ansvarsfriskrivningar kan underkännas eller jämkas med stöd av AvtL 36§.<sup>278</sup> Noteras bör dock att nämnda regeln oftast aktualiseras först när motparten är en konsument eller åtminstone när det finns stor skillnad i parternas ställning.<sup>279</sup> Vid avtal mellan näringsidkare ingår ofta ett medvetet risktagande, vilket innebär att domstolar är försiktiga med att jämka sådana villkor.<sup>280</sup> I förarbeten stadgas uttryckligen att det vid kommersiella avtalsförhållanden ankommer på parterna själva att tillvarata sina intressen. Specificerade friskrivningar från varans eller tjänstens skick bör därför normalt tillerkännas rättsverkan.<sup>281</sup> Vid bedömningen av inomobligatoriska ansvarsfriskrivningar, bör det också noteras att den kontraktuella lojalitetsplikten mellan institut och emittent har en semidispositiv karaktär. Detta innebär att endast specifika friskrivningar (men inte generella sådana) från principen bör tillmätas betydelse.<sup>282</sup>

När det gäller kreditvärderingsinstitutens friskrivningar, uppstår frågan om de också är giltiga utomobligatoriskt (dvs. gentemot en investerare eller annan som använder sig av kreditvärderingen). I NJA 1987 s.692 ställde sig HD inte avvisande till giltigheten av yrkesutövares (värderingsmans) friskrivningar från professionsansvar gentemot tredje man.<sup>283</sup> Kleineman menar att en person som verkar under professionsansvar åtminstone inte borde kunna friskriva sig från branschregler om god sed. Kleineman anser vidare att en ansvarsförsäkring uppställer ett mer effektivt skydd än vad en friskrivning kan göra om den senare skulle prövas i domstol. En

---

<sup>273</sup> Prop. 1972:5, s.450. Se även prop. 1975/76:81, s.100 f.

<sup>274</sup> Jmf. exempelvis NJA 1998 s.390

<sup>275</sup> Lundmark, Thorsten, *Friskrivningsklausuler – giltighet och räckvidd*, Iustus Förlag, Uppsala, 1996, s.133 ff.

<sup>276</sup> Lundmark, s.193 f.

<sup>277</sup> I annat fall kan bestämmelsen åsidosättas med hjälp av UCTA, se Tennekoon, s.52 ff.

<sup>278</sup> Lundmark, s.112

<sup>279</sup> Prop. 1975/76:81, s.143 ff.

<sup>280</sup> Prop. 1975/76:81, s.104 och Lundmark, s.80

<sup>281</sup> Prop. 1975/76:81, s.144

<sup>282</sup> Munukka, s.489

<sup>283</sup> NJA 1987 s.692

ansvarsförsäkring är obligatorisk för exempelvis advokater och revisorer men samma skyldighet finns inte för kreditvärderingsinstitut.<sup>284</sup>

Vid kommersiella avtal, kan också näringsrättsliga regelverk få betydelse. Oskälighetsbedömningar av avtalsvillkor kan i sådana fall utföras genom tillämpning av exempelvis AVLN. Särskild hänsyn ska då tas till underlägsen part i ett avtalsförhållande.<sup>285</sup> Även en parts möjlighet att försäkra sig mot risken får inverkan på den näringsrättsliga bedömningen. Rättsföljden av att en ansvarsfriskrivning bedöms som näringsrättsligt oskälig är inte densamma som vid jämkning eller ogiltighet enligt AvtL 36§. Vid näringsrättslig ogiltighet enligt AVLN, meddelas istället ett offentligrättsligt förbud mot fortsatt användning av liknande villkor samt vite.<sup>286</sup>

Till skillnad från vid dispositiv lagstiftning som SkL, kan inte ansvarsbegränsningar tillerkännas rättsverkan om de avser att avtala bort tvingande lagstiftning.<sup>287</sup> Europeiska förordningar är tvingande, i enlighet med artikel 189 i fördraget. Kreditvärderingsinstitutens rättsliga ansvar enligt de europeiska reglerna är därmed oberoende av institutens ansvarsfriskrivningar.<sup>288</sup>

---

<sup>284</sup> Kleineman, 1998

<sup>285</sup> Prop. 1983/84:92, s.19 ff.

<sup>286</sup> Lundmark, s.129

<sup>287</sup> Lundmark, s.84

<sup>288</sup> Jmf. EG-fördraget artikel 189

# 9 Analys och slutsats

## 9.1 Analys

Uppsatsens redogörelse har tydliggjort kreditvärderingsinstitutens **betydelse** för och inverkan på de globala finansmarknaderna. Institutet erbjuder en oberoende bedömning av den relativa risken för att en emittent inte fullgör sina finansiella förpliktelser. De fyller således en viktig funktion i att minska asymmetrisk information mellan emittenter och investerare. De ger därvid upphov till en smidigare riskfördelning mellan marknadens aktörer och därmed en mer effektiv allokering av finansiella resurser. I huvudsak är värderingarna i sig relativt korrekta när det gäller bedömningen av sannolikheten för att ett visst finansiellt instrument förfaller till betalning. Institutens avsevärda betydelse medför dock att eventuella brister i kreditvärderingen kan få genomgripande konsekvenser för tilltron till marknaden och för dess finansiella stabilitet. Förevarande redogörelse har indikerat att kreditvärderingsinstitutets roll har varit märkbart rättsligt oreglerad, särskilt i jämförelse med likvärdiga rättsfigurer. Sverige och EU har tidigare helt saknat reglering av institutets verksamhet, medan USA:s NRSRO-system har inneburit ett hinder för marknadstillträde för övriga aktörer samt att institutet i praktiken varit undantagna från möjligheter till rättsligt ansvar för sina utlåtanden. Då kreditvärderingsinstitut har varit i princip rättsligt oreglerade, har marknaden istället styrts av icke-bindande internationella riktlinjer. Ett anpassbart regelverk har visserligen möjliggjort en närmast fullständig implementering från institutets sida. Marknaden för kreditvärderingar är dock alltför vidsträckt och komplex för att endast vägledas av allmänna principer.

Den senaste **finansskrisen** tydliggjorde att institutet hade ett direkt inflytande på marknadsvärderingen av de strukturerade finansiella produkter, vilka fungerade som en katalysator för finansskrisen. Jag menar att de missvisande värderingar inte kan anses ha utgjort den främsta faktorn för finansskrisens utbredning. En sådan skuldbeläggning tjänar inget reellt syfte. De investerare som vidtog större beslut baserade på kreditvärderingar, var erfarna sådana och medvetna om risken av att inte utföra en egen due diligence. Ett kreditvärderingsinstitut använder sig av riskanalyser i dess metoder för beräkning av kreditvärdighet. Om kreditvärderingsinstitut skulle behöva inkludera påverkan av en potentiell ny finansskris på det finansiella instrumentet, skulle kreditvärderingar bli betydligt lägre graderade och i det närmaste betydelselösa för marknaden. Då kreditvärderingarna av särskilt strukturerade instrument var märkbart missvisande strax före finansskrisen, måste institutets verksamhet likväl ses som en av anledningarna till att finansskrisen bröt ut. Kreditvärderingsinstitut är således bra på att värdera emittenter men betydligt sämre på att förutse makroekonomiska faktorer, som exempelvis finansiella kriser.

Uppsatsen fokuserar på den verksamhet som kreditvärderingsinstituten innehar inom området för strukturerade finansiella instrument. Kreditvärderingar av **övriga instrument**, exempelvis företagsobligationer, har inte varit lika uppmärksammade under och efter finanskrisen. Det beror främst på att dessa kreditvärderingar inte har varit föremål för samma skarpa nedgraderingar och därmed inte heller misstankar om felvärdering. Instituterna åläggs numera att uttryckligen särskilja mellan strukturerade produkter och övriga instrument. Syftet är att tydliggöra att instrumentet ifråga tillhör den aktuella marknaden, något som troligtvis framgår i alla fall. Om syftet är att tydliggöra en kvalitativ skillnad, bör väl detta närmast framgå av en lägre kreditvärdering. Vid beaktande av marknads flexibilitet och anpassbarhet till nya regler och trender samt de regulatoriska svårigheterna med att säkerställa att ett finansiellt instrument omfattas av rätt symbol, är det inte troligt att en extra symbol skulle inverka på en potentiell investerares beslut. Att olika institut kan tänkas använda sig av olika definitioner av strukturerade finansiella instrument innebär också att regeln blir något överflödig. Regulatoriska försök att utsätta kreditvärderingsinstitut för en högre nivå av juridiskt ansvar måste ta i beaktande att eventuella fel som har avsett en avgränsad del av marknaden för kreditvärderingar. Då strukturerade finansiella instrument möjliggör en andrahandsmarknad för exempelvis bolån, är det också nödvändigt att regulatoriska förändringar inte hämmar nämnda marknad alltför mycket.

Vissa indikationer finns på en regulatorisk vilja att upprätta ett **överstatligt kreditvärderingsinstitut**. Ett sådant skulle åtminstone inledningsvis utgöra en stark motpol till de tre stora instituten. Jag har dock svårt att se att erfarna investerare skulle fästa större tilltro till en statligt anknuten verksamhet än en som är utsatt för marknads påtryckningar. En statlig myndighet för kreditvärderingar riskerar däremot att öka mindre erfarna investerares tilltro till verksamheten, genom att ge upphov till vad som närmast kan betecknas som statligt godkända värderingar. Om flertalet stater upprättar olika myndigheter, undermineras också de globala försöken att harmonisera regleringen av kreditvärderingsinstitut. Det krävs dessutom enorm kompetens hos det överstatliga organet för att kunna hålla högre kvalitet än nuvarande institut. Eftersom ett överstatligt organ inte kan vara knutet till EU eller USA om det ska kunna fungera globalt, lär ett sådant organ närmast få anknytning till Basel-kommittén. Även om Basel-kommittén kan vara bättre på att inkludera makroekonomiska faktorer, saknar organet expertkompetens om just kreditvärderingar. Det saknas därför andra nationella eller internationella organ bättre lämpade att överta ansvaret från marknadsorienterade kreditvärderingsinstitut. De regulatoriska förändringar som nu har skett kräver också omfattande statlig och överstatlig tillsyn för att kunna möjliggöras. ESMA tycks visserligen ha fått mandat att utöva betydande tillsyn över kreditvärderingsinstituten. Ett enskilt kreditvärderingsinstitut kommer emellertid att kunna behålla sitt klientel endast om det kan erbjuda innovativa lösningar och nya värderingsmodeller i takt med att marknaden för strukturerade finansiella instrument utvecklas. Av samma anledning som ovan, kommer det därmed att krävas mycket stor kompetens och effektivitet hos tillsynsorganen.

Eftersom kreditvärderingsinstitut värderar finansiella instrument som det därefter investeras höga summor i, kommer eventuella rättegångsprocesser att omfatta höga skadeståndskrav. En enskild missvisande kreditvärdering skulle därmed kunna orsaka stora ekonomiska förluster för institut, särskilt i jämförelse med den avgift som emittenter betalar för att erhålla en enskild kreditvärdering. Antalet käranden riskerar också att bli oändligt, eftersom varje strukturerat instrument föranleder flertalet investerare. Det finns därmed risk för att en rättegångsprocess skulle resultera i att ett kreditvärderingsinstitut går i konkurs. Även om konkurs inte skulle vara för handen, skulle en framgångsrik rättegångsprocess omfattande så höga belopp innebära att branschen riskerar att bli alltför försiktig i sina utlåtanden. Institut kan välja att inte förändra tidigare värderingar oavsett marknadsläget. Institut kan också förmås att endast utfärda värderingar avseende emittenter med hög trovärdighet, vilket skulle hindra nya aktörers marknadsinträde. Det finns därvid en risk för defensiv värdering, där historiska data premieras istället för professionell kunskap om marknaden (baserad på icke offentliggjord information). Ett ökat juridiskt ansvar leder snarast till mer skärpta värderingsmetoder från institutens sida. Resultatet blir att emittenter får svårare att uppnå en hög värdering och att investerare inte kan tillgodogöra sig lika mycket information inför ett investeringsbeslut. Följden kan bli, åtminstone tills nästa högkonjunktur, att investerare sänker nivåerna för vad som uppfattas som acceptabelt att investera i.

Instituten riskerar dessutom mycket i förlorat **renommé** vid varje missvisande kreditvärdering. Ett försämrat rykte kan ha större ekonomisk påverkan på ett institut än den eventuella ökade inkomst från emittenter som gagnas av en missvisande värdering. Noteras bör dock att emittenternas avgifter är tillräckligt höga för att de skulle avhålla sig från att bekosta kreditvärderingar från ett institut med dåligt rykte hos investerare. En emittent kommer att vara ovillig att betala en högre avgift än vad som motsvaras av den beräknade nyttan av kreditvärderingen. Institutens verksamhet lever kvar tack vare sitt ännu relativt goda rykte om att förmedla oberoende, genomgripande och högkvalitativ information åt investerare. Det ligger också i de större kreditvärderingsinstitutens intresse att upprätthålla dessas marknadsledande position.

Det regulatoriska målet med förändringar av rättsläget är rimligtvis att minska beroendet av kreditvärderingar och därmed den systemiska risken av en överdriven tilltro till verksamheten. Det finns emellertid alternativa medel till ett ökat rättsligt ansvar för institut. Flertalet lagstiftade riktlinjer har tidigare tillämpats genom användning av institutens kreditvärderingar. Det har inneburit att rättsligt reglerade institutioner endast har kunnat vidta investeringar i sådana instrument som har uppnått en viss grad av kreditvärdighet. Rättsliga referenser till kreditvärderingar underlättar visserligen tillsynsmyndigheters arbete men också kan skapa ett otillbörligt beroende av institutens funktion. En minskning av antalet **rättsliga referenser till kreditvärderingar**, skulle innebära en mer rimlig

utgångspunkt för användningen av de senare. En sådan tendens har tydliggjorts i de senaste förslagen från SEC och EU-kommissionen men måste vara föremål för kontinuerlig bevakning.

Den senaste finanskrisen har ånyo belyst de **intressekonflikter** som råder på marknaden för kreditvärderingar. Marknadens oligopol skulle väcka betydligt större uppmärksamhet inom andra finansiella områden. Det tydliggör också sannolikheten för att det föreligger en outtalad regulatorisk önskan att behålla de få aktörer som faktiskt finns på marknaden. Bättre förutsättningar för marknadstillträde, innebär att tillsynsorgan inte behöver påverkas av den politiska risken att marknaden för kreditvärderingar försvinner. Oligopolställningen har dock inte endast negativa konsekvenser. Den skulle kunna innebära att de större institutens respektive position är tillräckligt stark för att inte följa en emittents önskemål om bättre värdering. Vidare har de tre största instituten en omfattande respektive klientbas och mottar inga höga avgifter för varje enskild värdering. De höga inkomsterna från just värdepapperiseringar kan emellertid resultera i att instituten skulle kunna eftersträva att upprätthålla klientkontakten i högre utsträckning än lämpligt. En sådan risk har dock minskats genom förbudet att både assistera i strukturerandet och att utvärdera slutprodukten.

Risken för intressekonflikter på marknaden hanteras likvärdigt av flertalet nya regelverk. Man väljer att inte direkt beröra problemet med att emittenten bekostar värderingen men fokuserar istället på hur instituten agerar kan tänkas agera därefter. Det är därmed inte sannolikt att betalningsansvaret kommer att skifta i framtiden. Att en emittent bekostar värderingen av sig själv innefattar med nödvändighet en intressekonflikt, i synnerhet på en marknad som inte är utsatt för samma konkurrens som är brukligt. Om investerare istället skulle bekosta kreditvärderingen, skulle det emellertid också kunna resultera i intressekonflikter och insiderproblematik. Investerare har dessutom mindre intresse av att kreditvärderingsinstitut utfärdar en icke efterfrågad värdering, vilket innebär att marknadstäckningen kan minska om investerare blir betalningsansvariga. Om kreditvärderingar istället bekostas av en tredje part, exempelvis en statlig myndighet, skulle instituten ha mindre behov av att konkurrera med varandra vilket skulle leda till försämrade värderingsmetoder och alltför lika kreditvärderingar. I syfte att säkerställa en genomarbetad bedömning, bör investerare istället använda värderingar från flera olika institut för varje enskilt projekt. Redan idag används ofta kreditvärderingar från två institut för varje enskilt instrument. De största instituten måste dock vara utsatta för reell konkurrens för att något annat alternativ än Fitch skulle aktualiseras som värderare. Den mest genomgripande förändringen av regleringen av branschens intressekonflikter måste därför anses vara föreskrifterna om tillhandahållande av information om emittenter. Eftersom kreditvärderingsinstitut numera åläggs en skyldighet att garantera konkurrerande institut den information som har delgivits det uppdragstagande institutet, får konkurrerande institut möjlighet att vidta egna värderingar. Det är också tänkvärt att emittenter för första gången åläggs en skyldighet att vidta aktiva åtgärder inom området för

kreditvärdering, genom att även de blir ansvariga för att den gemensamma informationen är korrekt och heltäckande. Jag menar att de ovan beskrivna hemsidor för utbyte av information om emittenter och finansiella instrument, möjliggör ett reellt marknadsinträde för åtminstone övriga nuvarande NRSRO-institut. Även om det finns indikationer på att Fitchs inträde på marknaden medförde sämre kvalitet på kreditvärderingarna, tror jag att en marknad med flertalet institut med marknadsandelar kring 5-10 % skulle kunna utgöra en verklig maktfaktor. Fler aktörer skulle resultera i en mer diversifierad marknad med olika specialiseringar, vilket skulle gagna övriga marknadsaktörer.

Eftersom marknaden för kreditvärderingar i sig ger upphov till vissa intressekonflikter, får det anses olämpligt att basera ett straff- eller civilrättsligt ansvar enbart på dessa intressekonflikter. Ett sådant ansvar måste istället utgå ifrån vilket agerande en intressekonflikt har resulterat i. Att ESMA numera har befogenhet att återkalla en registrering baserat på bristande hantering av intressekonflikter, får anses vara en tillräckligt ingripande offentligrättslig påföljd. Eftersom intressekonflikter faktiskt finns på marknaden, blir det också orimligt om en investerare i sådana lägen skulle kunna hävda att transaktionen bör återgå så snart denne är missnöjd med en finansiellt instruments utveckling.

I syfte att en domstol ska kunna ålägga ett straff- eller civilrättsligt ansvar för en kreditvärdering, måste det kunna fastslås att institutet ifråga har brutit mot sina skyldigheter gentemot exempelvis en investerare. Domstolen måste inledningsvis också kunna konstatera att en kreditvärdering faktiskt har varit felaktig och vårdslös. Uppsatsen har tydliggjort att denna **felbedömning** kan komma att bli mycket svår, då det måste föreligga ett uppenbart fel i relation till andra kreditvärderingsinstituts bedömningar. Den senaste finanskrisen har medfört att det visserligen för denna period går att konstatera flertalet övervärderingar och därpå följande snabba nedgraderingar från kreditvärderingsinstitutens sida. Detta faktum underlättar för ESMA, SEC eller en domstol att jämföra olika kreditvärderingar genom relativ ranking av dessa. En global finanskris utgör dock en extrem situation, vilket innebär att det är föga sannolikt att samma bedömning av en eventuell felvärdering kan göras under andra omständigheter. Det krävs således tydliga riktlinjer, antingen från lagstiftare eller från rättsutövare, för hur denna bedömning ska gestaltas.

Förutsatt att det är möjligt att fastslå att ett utlåtande har varit missvisande och att detta beteende bryter mot institutets skyldigheter, övergår bedömningen till en analys av det **straffrättsliga ansvaret**. För närvarande är utsikterna för en svensk domstol att utdöma straffrättsligt ansvar baserat på svensk lagstiftning om bedrägeri inte i överensstämmande med svensk praxis. Som tydliggjorts i uppsatsen, uppställer BrB 9:1 krav på uppsåt till vilseledandet samt att gärningsmannen till följd av vilseledandet erhåller ekonomisk vinning. Ett kreditvärderingsinstitut som på grund av bristande värderingsmetoder utfärdar en missvisande kreditvärdering, saknar i de flesta fallen uppsåt till vilseledandet. Även om institutet erhåller vinning

genom emittentens betalning, beror denna betalning inte på att kreditvärderingen är missvisande och den är därmed inte ett omedelbart resultat av institutets förfarande. Att försöka påvisa straffrättsligt bedrägeriansvar hos ett kreditvärderingsinstitut skulle därmed innebära ett mycket svårt bevisläge. Att istället använda sig av BrB 9:9 i förening med BrB 23:4 om medverkan till svindleri innebär att problemet med att visa uppsåt till att medföra skada för uppgiftsmottagaren kvarstår. I svensk rätt är det, med hänvisning till legalitetsprincipen, inte heller möjligt att applicera ett straffrättsligt ansvar för kreditvärderingsinstitut genom analog tillämpning av övriga finansiella instituts straffansvar. För närvarande menar jag att det svenska rättsläget således indikerar att möjligheten att utdöma ett straffrättsligt ansvar för kreditvärderingsinstitut reserveras för mycket speciella omständigheter. En sådan omständighet skulle eventuellt kunna vara om situationen då Moody's år 2007 medvetet undanhöll marknaden all kännedom om sina felaktiga värderingar skulle upprepas i Sverige. Sannolikheten för ett sådant beteende måste uppfattas som mycket liten, särskilt efter finanskrisen.

Jag ställer mig också tveksam till att svensk rätt i framtiden kommer att kriminalisera vårdslös kreditvärdering. Med hänsyn till tidigare förarbeten, är det uppenbart att en sådan lags främsta skyddsobjekt skulle bli redan riskmedvetna företag. Dessa anses sällan så skyddsvärda att det uppväger samhällsekonomiska nackdelar. Det får snarare anses hämma marknadens effektivitet på ett sätt som knappast förhindrar systemrisk. En kriminalisering av en vårdslös kreditvärdering innebär visserligen att risken för påtaglig skada på det finansiella systemet skulle kunna minska. Eftersom alternativa sanktioner genom civilrättsligt och offentlighetsrättsligt ansvar kan aktualiseras, är en kriminalisering dock inte befogad. Ett straffrättsligt ansvar för kreditvärderare skulle kunna aktualiseras endast under mycket speciella omständigheter och vid flagranta och uppsåtliga ageranden. Sådana omständigheter har rimligtvis ingen påverkan på den övriga marknaden för kreditvärderingar, även om det straffvärda beteendet under en kort period kan få stor medial uppmärksamhet. En straffsanktion utgör därmed inte ett effektivt medel för att motverka det skadliga beteendet. Jag har därför svårt att se hur utdömande av ett straffrättsligt ansvar skulle kunna förändra den generella kvaliteten på kreditvärderingar. Jag är av åsikten att ingen regulatorisk förändring av gällande rättsläge bör ske om det inte kan anses behövt. Ur en rättsekonomisk synvinkel, saknas därmed också varje incitament till att i framtiden kriminalisera vårdslös kreditvärdering.

Även om brott kan konstateras, har en enskild analytiker sannolikt inte en tillräckligt god ekonomi för att det ska finnas incitament att utkräva skadestånd från denne. Eftersom principalansvar för ren förmögenhetsskada på grund av brott ofta saknar tillräckligt samband med tjänsten, finns inte många alternativ för kändaren. Att angripa det aktuella kreditvärderingsinstitutet, med stöd av principer om principalansvar, innebär att man måste lyckas visa att analytikerns bedrägeri på något sätt har varit sanktionerat av institutet. Därmed har subjektiva förhållanden på institutets



sida stor betydelse. För kreditvärderingsinstitutet i sig aktualiseras istället närmast en straffavgift, i likhet med vad den svenska lagen om kreditvärderingsinstitut föreskriver.

Vidare, återgår en transaktion tillkommen genom svikligt förledande endast om den skadelidandes handling vidtas gentemot gärningsmannen eller tredje man som insett eller borde ha insett sveket. Om ett kreditvärderingsinstitut gör sig skyldigt till bedrägeri, kommer investeringen att vidtas gentemot emittenten. Emittenten måste därmed ha varit involverad på något sätt i kreditvärderingsinstitutets svikliga agerande, om transaktionen ska kunna åtgä. I sådana fall är en missvisande kreditvärdering förmodligen snarare ett resultat av emittentens agerande, än själva kreditvärderingsinstitutets fel.

Uppsatsen indikerar att kreditvärderingsinstitut även kan bli föremål för ersättningsansvar i andra fall än på grund av brott som leder till skadeståndsansvar enligt SkL. I en **civilrättslig** tvist gentemot ett institut, blir det framför allt frågan om huruvida emittent respektive investerare är berättigad att rikta krav gentemot institutet. Av naturliga skäl, är intresset hos investerare att kunna rikta krav större än hos emittenter. De regulatoriska förändringar som har skett efter finanskrisen har också i huvudsak fokuserat på att öka investerarskyddet gentemot instituten. Amerikanska SEC har numera befogenhet att utöva civilrättslig jurisdiktion över vårdslösa kreditvärderingar av finansiella instrument utfärdade i Sverige. Eftersom flertalet större emitteringar säkerligen kan involvera amerikanska investerare, kan de relaterade kreditvärderingarna i flertalet fall anses ha påverkan på den amerikanska marknaden. Därmed kommer institut som utfärdar kreditvärderingar av svenska finansiella instrument att omfattas av ett civilrättsligt ansvar för vårdslöshet i USA. Gemenskapsrättsliga ESMA tilldelas, genom det senaste ändringsförslaget, exklusiv behörighet över förordningen om kreditvärderingsinstitut. Institut som utfärdar kreditvärderingar av svenska finansiella instrument omfattas därmed av ett civilrättsligt ansvar för vårdslöshet, även enligt gemenskapsrätt. Institutens civilrättsliga ansvar kommer således, enligt dessa regler, inte att vara strikt men istället baseras på en vårdslöshetsbedömning.

Svenska domstolar kommer i framtiden att behöva bedöma kreditvärderingsinstituts civilrättsliga ansvar enligt rättsregler utanför förordningen och den snart inaktuella lagen om kreditvärderingsinstitut. Ett kreditvärderingsinstituts civilrättsliga ansvar gentemot övriga marknadsaktörer måste först bedömas enligt ett **inomobligatoriskt ersättningsansvar**. Emittenter sluter avtal med institut om att dessa, gentemot betalning, ska utfärda en kreditvärdering av ett visst instrument. Därmed kan förhållandet aktörerna emellan klassificeras som kontrakträttsligt och institutet således omfattas av inomobligatoriska skyldigheter gentemot emittenten. Om en emittent skulle bli missnöjd med en omvärdering av dess kreditvärdighet, föreligger därmed incitament att föra en civilrättslig talan gentemot institutet. Talan skulle kunna grundas på analog tolkning av det rådgivningsansvar som råder för likvärdiga

finansiella institut eller på allmänna, skadeståndsrättsliga principer. Det bör noteras att det likväl krävs att adekvat kausalitet föreligger mellan kreditvärderingen och emittentens skada. Dessa möjligheter har dock funnits även tidigare men sällan resulterat i att en domstol ålagt påföljd. Skadeståndsansvar och principalansvar för ren förmögenhetsskada i inomobligatoriska partsförhållanden föreligger, oavsett brott, redan vid en vårdslös handling. Kreditvärderingsinstitut som gör sig skyldiga till vårdslösa kreditvärderingar blir, enligt svensk rätt, således åtminstone civilrättsligt ersättningskyldiga gentemot aktuella emittenter. Även i detta fall är naturligtvis subjektiva faktorer hos institutet av betydelse.

Om det istället skulle vara investerare som var ansvariga för att bekosta värderingar, skulle ett avtalsförhållande uppstå mellan investerare och institut. I sådana fall skulle institutet lyda under ett inomobligatoriskt ersättningsansvar gentemot investeraren. Eftersom investerare emellertid inte bekostar värderingar, råder det inget direkt rådgivaransvar mellan dessa och kreditvärderingsinstitut. Dessutom är det inte möjligt att likställa en investerare med en uppdragsgivare, eftersom den enskilde investeraren använder sig av offentlig information från institutet. I annat fall skulle alla som tog del av offentliggjord information klassificeras som uppdragsgivare, vilket inte är rättsekonomiskt effektivt. Därmed kvalificeras inte investerares och instituts förhållande som kontrakträttsligt och inget inomobligatoriskt skadeståndsansvar kan aktualiseras. Att istället ålägga ett sådant ansvar med good faith-principen eller principen om kontraktuell lojalitetsplikt som grund är uteslutet, eftersom även dessa kräver att avtal föreligger och inte föranleder allmän skyldighet gentemot sin motpart.

Ett kreditvärderingsinstituts **utomobligatoriska ansvar** gentemot en investerare kan närmast aktualiseras vid analog tolkning av det professionsansvar som liknande finansiella institut omfattas av. Praxis indikerar att det finns utrymme för att tillämpa professionsansvar analogt. Med hänvisning till Kleineman, finns det även inom doktrin stöd för att ålägga ett professionsansvar baserat på analog tolkning av speciella lagregler för exempelvis revisorer eller baserat på allmänna, skadeståndsrättsliga principer. Vid bedömning av skadeståndsfrågan, måste en investerare också bevisa att denne skulle ha fattat ett annat beslut, om inte kreditvärderingsinstitutets uttalande skulle ha förmått uppdragsgivaren att investera i enlighet med uttalandet. Förutom skada och orsakssamband, är bevisbördan för institutets vårdslöshet också investerarens ansvar. Här föreligger således högre beviskrav än vid inomobligatoriska skyldigheter.

Ett professionsansvar kan uppstå mellan parter, oavsett om deras förhållande rättstekniskt kan klassificeras som ett avtal. Genom analog tolkning av övriga finansiella instituts ansvar, skulle kreditvärderingsinstitut kunna omfattas av en handlingsnorm som innebar en viss skyldighet att agera lojalt (eller åtminstone inte att utfärda missvisande värderingar). Därmed skulle också en utomkontraktuell lojalitetsplikt kunna få bäring. En ansvarsgrundande avvikelse från denna handlingsnorm skulle således kunna utgöras av en vårdslös värdering. En kreditvärdering utfärdas professionellt

och det aktuella institutet bör inse att en investerare fäster viss tillit till värderingen. Även om en sådan tillit inte exkluderar behovet av en egen bedömning, är en kreditvärdering likväl ett medel för att minska det asymmetriska informationsläge som råder på marknaden. Strukturerade finansiella instruments komplexa natur ger också upphov till en tillitsskapande ställning hos de institut som värderar instrumenten. Denna norm- och tillitsanalys är som synes beroende av att det är möjligt att tolka liknande rättsfigurers ansvar analogt.

Att tolka lagen om finansiell rådgivning analogt, fyller däremot ingen direkt funktion eftersom det är en stor skillnad på hur lagstiftare och rättsutövare beaktar skyddssyftet för en konsument jämfört med en näringsidkare. Kreditvärderingar används främst av riskmedvetna investerare, som inte har mycket gemensamt med en konsument i termer av skyddsbehov. Med hänvisning till analysen av det straffrättsliga ansvaret, är det rättsekonomiskt mer rimligt att upprätthålla denna åtskillnad.

Uppsatsen visar att den yrkeskategori som uppvisar flest likheter med kreditvärderingsinstitut är revisorer. De senare lyder emellertid under tydliga skyldigheter gentemot sin klient och övriga marknadsaktörer. Det är också lättare att bevisa att fel har begåtts av en revisor än av en kreditvärderare, eftersom de förra uttalar sig om en årsredovisning och en finansiell ställning hos ett företag vid en viss given tidpunkt. En kreditvärderare måste däremot kontinuerligt omvärdera ett finansiellt instrument, vilket innebär att en eventuell tidpunkt för felbedömning blir svårare att klargöra. Förekommande praxis som ålägger ett rättsligt ansvar för framåtblickande analyser har endast gällt inomobligatoriska förhållanden och har därmed inte nödvändigtvis bäring i detta sammanhang. Att revisorer lyder under strängare krav för sin verksamhet, innebär inte heller att fler revisor än kreditvärderare blir föremål för framgångsrika rättsliga processer. Ett tydligt exempel på detta är likväl när revisionsbyrån Arthur Andersen gick i konkurs till följd av Enron-skandalen, medan Moody's i princip undkom juridiskt ansvar. Liknande rättsfigurers ansvar är visserligen intressant att belysa men kan inte tjäna som direkt vägledning, eftersom kreditvärderingsinstitut historiskt inte har varit föremål för ett jämförbart ansvar eller utfärdade riktlinjer. Det är således olämpligt att dra alltför långtgående paralleller mellan dessa yrkesgrupper.

Ett professionsansvar kan, enligt Kleineman och Lindskog, emellertid åläggas även i utomobligatoriska relationer. Tredje man måste dock tillhöra en krets med befogad tillit, vilket i och för sig torde ha stöd av avsnittet ovan. Amerikansk rätt föreskriver dessutom numera att kreditvärderingsinstitut, i likhet med övriga finansiella gatekeepers, omfattas av ett expertansvar i förhållande till investerare. Med denna syn på rättsläget, behöver en domstol inte ens utföra en analog tolkning av professionsansvaret. Ett sådant ansvar skulle föreligga i vilket fall som helst.

Professionsansvar skulle dessutom kunna uppkomma genom näringsrättsliga bedömningar av god sed. De riktlinjer som nu utfärdas av

olika tillsynsmyndigheter skulle i framtiden kunna klassificeras som ”god kreditvärderingssed”. Eventuell praxis från nu pågående rättsprocesser skulle också kunna utveckla begreppet. Vid tillämpande av god sed, föreligger ännu större möjligheter att ålägga instituten ett utomobligatoriskt ansvar baserat på professionsansvar. Brott mot god sed skulle också få större genomslag för det civilrättsliga ansvaret gentemot både skadelidande emittenter och investerare. En god sed-standard skulle innebära att det skärpta ansvar som råder för liknande finansiella rättsfigurer skulle aktualiseras även för kreditvärderingsinstitut.

Om en domstol fastställer att ett kreditvärderingsinstitut är civilrättsligt ansvarig för en missvisande värdering, återstår bedömningen av huruvida institutens omfattande **ansvarsfriskrivningar** är tillräckliga för ansvarsbortfall. Ansvarsfriskrivningar utformas i de flesta fallen rimligtvis av instituten själva. Med tanke på det förändrade rättsläget, finns det därmed skäl att anta att dessa kommer att bli än mer detaljerade och omfattande.

Ansvarsbegränsningar måste vara av en viss art för att tillerkännas rättsverkan. Det bör inte anses tillräckligt att utfärda ett uttalande om att en kreditvärdering inte utgör en uppmaning att vidta en viss disposition. Inte heller bör det anses tillräckligt att utfärda ett uttalande om att institutet ifråga inte garanterar korrektheten av den utfärdade värderingen. En otydlig eller ospecificerad ansvarsfriskrivning kan åsidosättas eller jämkas med stöd av AvtL 36§. Ytterligare incitament för tillämpande av nämnda paragraf är att institutens ansvarsfriskrivningar utgör ensidiga standardavtal. Vid avtal mellan näringsidkare är dock domstolar restriktiva med att applicera nämnda paragraf. Kreditvärderingar används oftast av erfarna och stora aktörer på marknaden och det föreligger i många fall ett relativt jämbördigt förhållande mellan institut och dess vanligast förekommande motpart.

I förhållande till emittenter, föreligger ett avtalsförhållande och därmed en möjlighet att i samband med avtalet friskriva sig från eventuella skyldigheter. Parter inom kontraktsförhållanden har, normalt sett, avtalsfrihet att med rättsverkan införa sådana bestämmelser i avtalet. Alldeles särskilt gäller detta i kommersiella avtalsförhållanden, vilket får anses vara fallet i relationen mellan institut och emittent. Även om det inomobligatoriska ansvaret skulle grundas på kontraktuell lojalitetsplikt, har denna princip en semidispositiv karaktär och bör kunna undvikas genom tydliga friskrivningar. Det framgår uttryckligen av Fitchs exemplifierade klausul att emittenten avsäger sig alla inomobligatoriska rättigheter gentemot institutet samt att institutet inte får refereras till som expert eller rådgivare. Om ett kreditvärderingsinstitut uttryckligen har friskrivit sig från civilrättsligt ansvar på ett sådant klart och tydligt sätt, måste friskrivningen anses vara giltig. Däremot får institutet inte friskriva sig från grundläggande, inomobligatoriska skyldigheter. En utveckling av god sed-begreppet på området skulle kunna fastställa sådana skyldigheter och därmed begränsa institutens rättsliga utrymme för inomobligatoriska ansvarsfriskrivningar.

Det framgår uttryckligen av samtliga friskrivningsklausuler att investerare inte bör förlita sig på värderingar vid investeringsbeslut. Eftersom kreditvärderingar har intresse för andra aktörer än direkta investerare och de dessutom publiceras offentligt, bör det rimligtvis vara i institutens intresse att friskrivningen gäller gentemot samtliga användare av den tillhandahållna värderingen. Detta skulle innebära att både emittenter, investerare, stater som förlitar sig på informationen vid bedömningar av kapitaltillräcklighet, rättsligt reglerade institutioner och eventuella övriga aktörer skulle omfattas av ansvarsbegränsningen. Frågan är om en sådan klausul kan gälla till förmån för andra än emittenter. Praxis tyder på att det för närvarande är möjligt att friskriva sig från utomobligatoriskt professionsansvar och att ansvarsfriskrivningar i förhållande till exempelvis investerare därmed bör tillerkännas rättsverkan. Även här kan emellertid en utveckling av god sed på området innebära att det uppställs en yttre gräns för ansvarsfriskrivning. Därmed kan det rättsliga utrymmet även för utomobligatoriska ansvarsfriskrivningar i framtiden komma att ytterligare inskränkas.

Analysen av ansvarsfriskrivningars rättsverkan indikerar att instituten endast kan åläggas civilrättsligt ansvar om en felaktig värdering beror på uppsåtligt eller grovt vårdslöst agerande på institutets sida. Teoretiskt sett, är det således möjligt att friskriva sig från det vårdslöshetsansvar som fastställs i den europeiska förordningen. En ansvarsfriskrivning är emellertid inte giltig om den strider mot tvingande lagstiftning. Därmed kan fortfarande ESMA ålägga instituten ansvar baserat på förordningen. Noteras bör också att en framtida kriminalisering av vårdslös eller missvisande kreditvärdering skulle innebära att instituten inte skulle kunna friskriva sig från sådant agerande. Dessutom är det möjligt för svenska domstolar att ålägga en offentligrättslig påföljd genom tillämpande av AVLN. Även om partsförhållandet är relativt jämligt, har kreditvärderingsinstitut också en outnyttjad möjlighet att försäkra sig mot risken för en framgångsrik talan. På grund av det oklara rättsläget avseende friskrivningars framtida giltighet och en potentiell utveckling av en god kreditvärderingssed, håller jag det för troligt att kreditvärderingsinstitut kommer att teckna ansvarsförsäkringar i likhet med övriga finansiella gatekeepers.

## 9.2 Slutsats

Den senaste finanskrisens regulatoriska följder har medfört en ökad möjlighet att utdöma rättsligt ansvar för värderingar av strukturerade finansiella instrument, utfärdade i Sverige.

De europeiska och amerikanska tillsynsorganen ESMA och SEC saknar straffrättslig kompetens över kreditvärderingar av instrument utfärdade i Sverige. Svenska domstolar måste tillämpa svensk lag vid åläggandet av ett sådant ansvar. Därmed aktualiseras främst brottsbalkens bestämmelser om bedrägeri och svindleri. Rättsläget tyder emellertid på att ett straffrättsligt ansvar på sådana grunder endast kan aktualiseras vid mycket speciella omständigheter. En missvisande kreditvärdering utgör inte i det normala fallet grund för en svensk domstol att ålägga en straffrättslig påföljd.

Möjligheten att ålägga ett straffrättsligt ansvar för en kreditvärdering i Sverige har i vart fall inte ökat sedan den senaste finanskrisen.

Både ESMA och SEC besitter däremot civilrättslig jurisdiktion över kreditvärderingar av instrument utfärdade i Sverige. SEC kan utfärda civilrättsliga sanktioner mot institut skyldiga till vårdslös kreditvärdering, förutsatt att kreditvärderingen ifråga kan anses ha haft en betydande och förutsägbar påverkan på den amerikanska marknaden. ESMA har, i sin tur, exklusiv befogenhet att utfärda civilrättsliga sanktioner för vårdslösa kreditvärderingar i strid med förordningens bestämmelser. Även svenska domstolar har rätt att utdöma ett civilrättsligt ansvar gentemot instituten, förutsatt att ett sådant ansvar har rättslig grund i svensk lag och svenska, allmänna rättsprinciper.

Ett inomobligatoriskt civilrättsligt ansvar mellan kreditvärderingsinstitut och investerare är uteslutet på grund av avsaknaden av avtalsförhållande parterna emellan. Däremot föreligger inomobligatoriska skyldigheter mellan institut och finansierande emittent. Mellan kreditvärderingsinstitut och investerare skulle snarare ett utomobligatoriskt civilrättsligt ansvar kunna aktualiseras, grundat på regler om professionsansvar. Svensk rätts princip om avtalsfrihet, särskilt i kommersiella förhållanden, innebär dock att kreditvärderingsinstitutens ansvarsfriskrivningar i nuläget får anses ha rättsverkan åtminstone i förhållande till emittenter. Däremot har inte instituten möjlighet att friskriva sig från den europeiska förordningen. En utveckling av en god kreditvärderingssed på området skulle dessutom innebära att möjligheterna att ålägga institut ett civilrättsligt ansvar skulle öka, både i förhållande till emittent och till investerare. En god sed-standard skulle också beskära det rättsliga utrymmet för ansvarsfriskrivningar.

Avslutningsvis, bör det återknytas till Friedmans jämförelse mellan kreditvärderingsinstitut och USA. Institutet har onekligen tillräckligt stor makt för att utöva en reell påverkan på finansmarknaderna. Till följd av det förändrade rättsläget, kommer instituten att påverka emittenter genom att strukturerade finansiella instrument måste anpassas till striktare värderingsmetoder. Investerare kommer, i sin tur, att påverkas genom att instituten kommer att lägga en betydligt större ansträngning på att undvika rättsliga processer. Ingenting tyder på att kreditvärderingsinstitutens inflytande kommer att minska i framtiden. Däremot kommer instituten att nödgas acceptera att ett ansevärt inflytande förr eller senare åtföljs av ett skärpt ansvar.

# Käll- och litteraturförteckning

## Böcker

- Adams, David, *Banking and Capital Markets*, College of Law Publishing, 2009.
- Af Sandeberg, Catarina, *Marknadsmisbruk – insiderbrott och kursmanipulation*, Iustus Förlag, 2002.
- Afrell, Lars m.fl., *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, upplaga 2:1, Norstedts Juridik, 1998.
- Björkdahl, Erika, P., *Lojalitet och kontraktliknande förhållanden*, Iustus Förlag, 2007.
- Cranston, Ross, *Principles of Banking Law*, 2 ed., Oxford University Press, Oxford, 2002.
- Ellinger, E.P., *Ellinger's Modern Banking Law*, 4 rev, Oxford University Press, Oxford, 2006.
- Gorton, Lars, Good Faith (Loyalty) in Contractual Relations, i *Liber Amicorum Reinhold Fahlbeck*, Juristförlaget, Lund, 2005 (ref: "Gorton, 2005").
- Gorton, Lars, Varför skall man lita på banker?: några synpunkter på tillit och intressekonflikter, Emner i kreditretten og kapitalmarkedsretten, Köpenhamn, 2004, i *Handelsrättsliga variationer*, Studentlitteratur, 2009 (ref: "Gorton, 2009").
- Gorton, Lars & Millqvist, Göran (red.), *Finansiella kriser – betalningssystem och skuldförhållanden*, Stockholm Centre for Commercial Law, Nummer 9 i Centrets skriftserie, Iustus Förlag, 2009.
- Helleiner, Eric, Pagliari, Stefano & Zimmermann, Hubert (red.), *Global Finance in Crisis – The Politics of International Regulatory Change*, Routledge/Warwick Studies in Globalisation, 2010.
- Korling, Fredric, *Rådgivningsansvar – särskilt avseende finansiell rådgivning och investeringsrådgivning*, Jure Förlag, Stockholm, 2010.
- Leijonhufvud, Madeleine & Wennberg, Suzanne, *Straffansvar*, Åttonde upplagan, Norstedts Juridik, 2009.
- Lundmark, Thorsten, *Friskrivningsklausuler – giltighet och räckvidd*, Iustus Förlag, Uppsala, 1996.
- Lyng Andersen, Lennart (red.), *Rating af finansielle virksomheder*, Center for kreditret og kapitalmarkedsret, Handelshøjskolen i København, Kredit- og kapitalmarkedsretsserien 9, Thomson Reuters, 2009.
- Lyng Andersen, Lennart & Werlauff, Erik, *Kreditretten*, Fjärde upplagan, Thomson – GadJura, 2005.
- Munukka, Jori, *Kontraktuell lojalitetsplikt*, Jure Förlag, Stockholm, 2007.
- Nord, Gunnar & Thorell, Per (red.), *Intressekonflikter och finansiella marknader*, Stockholm Centre for Commercial Law, Nummer 4 i Centrets skriftserie, Iustus Förlag, 2006.
- Rochet, Jean-Charles, *Why are there so many banking crises?*, Princeton University Press, Princeton and Oxford, 2008.

Rodhe, Knut, *Förmögenhetsbrotten – Kreditväsendets rättsliga problem*, 15 upplagan, Handelshögskolans i Stockholm Studentkår, 1985.

Sinclair, Timothy J., *The new masters of capital: American bond rating agencies and the politics of creditworthiness*, upplaga 1, Cornell University Press, Ithaca, 2005.

Tennekoon, Ravi, C., *The Law and Regulation of International Finance*, Butterworths, Reed Elsevier (UK) Ltd, 1991

Valdez, Stephen, *An Introduction to Global Financial Markets*, 5:e upplagan, Palgrave Macmillan, 2007.

Wood, Philip, R., *Law and Practice of International Finance*, University edition, Sweet & Maxwell, 2008.

### **Periodiskt tryck**

Bai, Lynn, *On Regulating Conflicts of Interest in the Credit Rating Industry*, University of Cincinnati, Research Paper Series No. 10-17, 1 maj 2010.

Becker, Bo & Milbourn, Todd, *How Did Increased Competition Affect Credit Ratings?*, Working Paper 16404, National Bureau of Economic Research, september 2010.

Bengtsson, Bertil, *Skadestånd utom kontraktsförhållanden 1997-2000*, SvJT 2002, Häfte 1, s.33.

Coffee, John C., *Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*, Columbia Law and Economics, Working Paper No. 237, 2003 (ref: "Coffee, 2003").

Coffee, John C., *Ratings Reform: The Good, The Bad and The Ugly*, Columbia University Law School, Working Paper No. 375, juli 2010 (ref: "Coffee, 2010").

Duff, Angus, *The credit rating agencies and stakeholder relations: issues for regulators*, Butterworth's Journal of International Banking and Financial Law (2009) Vol 24, No 1, s.11.

Frost, Carol Ann, *Credit Rating Agencies in Capital markets: A review of Research Evidence of Selected Criticism of the Agencies*, State University of New York at Buffalo School of Management, 15 mars 2006.

Griffin, John, M. & Tang Yongjun, Dragon, *Did Subjectivity Play a Role in CDO Credit Ratings?*, SSRN id no. 1364933, 2009.

Gudzowski, Milosz, *Mortgage Credit Ratings and the Financial Crisis: the Need for a State-Run Mortgage Security Credit Rating Agency*, Columbia Business Law Review, mars 2010.

Hanqvist, Dan, *Kreditvärderingsinstitutens roll och reglering*, Förvaltningsrättslig tidskrift nr 2, 2008, s.91.

Henderson, Schuyler K., *Regulation of credit derivatives: to what effect and for whose benefit?* Part 1, (2009) Butterworth's Journal of International Banking and Financial Law Vol 24, No 3, s.147.

de Hevesy, Stefan & Sahibzada, Karim, *Nya förutsättningar för värdepapperisering?*, Ny Juridik 4:00, s.32-50.



Hunt, John Patrick, *Credit Rating Agencies and the "Worldwide Credit Crisis": The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement*, Columbia Business Law Review, No. 109, 2009.

Kettering, Kenneth C., *Securitization and Its Discontents: The Dynamics of Financial Product Development*, Cardozo Law Review, Vol. 29, p. 1553, 2008.

Kleineman, Jan, *Rådgivares informationsansvar – en probleminventering*, SvJT 1998, Häfte 3, s.185 (ref: "Kleineman, 1998").

Kleineman, Jan, *Om den befogade tillitens skadeståndsrättsliga relevans*, JT, Nr 3, 2001/02 (ref: Kleineman, 2001/02").

Lampe, Mattias & Stenström, Olof, *Securitisations and covered bonds in Sweden*, Global Securitisation and Structured Finance 2008.

Lindskog, Stefan, *Recension av Fredric Korlings "Rådgivningsansvar – särskilt avseende finansiell rådgivning och investeringsrådgivning"*, JT, Nr 1, 2010/11.

Listokin, Yair & Taibleson, Benjamin, *If You Misrate, then You Lose: Improving Credit Rating Accuracy Through Incentive Compensation*, Yale Law School, Public Law & Legal Theory Research Paper Series No. 203, Yale Journal on Regulation, januari 2010.

Manns, Jeffrey, *Rating Risk After the Subprime Mortgage Crisis: A User Fee Approach for Rating Agency Accountability*, North Carolina Law Review, Vol. 87, 2009.

Micu, Marian, Remolona, Eli & Wooldridge, Philip, *The price impact of rating announcements: which announcements matter?*, BIS Working Papers No. 207, Bank for International Settlements, juni 2006.

Möller, Peder F., Kiertzner, Lars, *Enron, Worldcom, Qwest med flere – Hvad skete der egentlig?*, Finansinvest, nr.7, 2002.

Nydrén, Birger, *Om kreditrisker och juridiska risker vid s.k. värdepapperisering*, SvJT 1995, s.222-240.

Parker, Edmund & Bake, Miles, *Regulation of credit rating agencies*, Butterworth's Journal of International Banking and Financial Law (2009) Vol 24, No 7, s.401.

Partnoy, Frank, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, Washington University Law Quarterly, Volume 77, Number 3, 1999 (ref: "Partnoy, 1999").

Partnoy, Frank, *Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime*, 79 WASH. U.L.Q. 491, 492, 2001 (ref: "Partnoy, 2001").

Partnoy, Frank, *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like other Gatekeepers*, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 07-46, 2006 (ref: "Partnoy, 2006").

Partnoy, Frank, *Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 09-014, juli 2009 (ref: "Partnoy, 2009").

Pålsson, Anne-Marie & Samuelsson, Per, *Banks ansvar för ekonomisk rådgivning*, SvJT 1999, Häfte 5, s.529.

Rousseau, Stéphane, *The Accountability of Credit Rating Agencies*, McGill Law Journal, Vol 25, Issue 4, s.617-664, 2006.

Sack, Jonathan S. & Juris, Stephen M., *Rating Agencies: Civil Liability Past and Future*, New York Law Journal, Vol 238, No 88, 2007.

Schwarcz, Steven L., *Private ordering of public markets: The Rating Agency Paradox*, University of Illinois Law Review, Vol. 2002, No. 2, februari 2002.

Tak Shin, Hyeon, *Legal Liabilities of Credit Rating Agencies in Structured Finance: Based upon the Business Ethics for Investor Protection*, School of Law, University of California Berkeley, 2009.

Utzig, Siegfried, *The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective*, Asian Development Bank Institute, Working Paper Series, No. 188, januari 2010.

White, George H., Konevsky, Alan P.W. & King, Jessica, *The global reach of the Dodd-Frank Act*, Butterworth's Journal of International Banking and Financial Law (2010), Vol. 25, No. 10, s.579.

White, Lawrence J., *The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis*, The New York University Center for Law and Business, Working Paper No CLB-01-001, 2001 (ref: "White, 2001").

White, Lawrence J., *The Credit Rating Agencies: Understanding Their Central Role in the Subprime Debacle of 2007-2008*, Stern School of Business, New York University, 2009 (ref: "White, 2009").

### **Offentligt tryck**

Ds 2010:7 Kreditvärderingsinstitut.

Prop. 1972:5 Förslag till skadeståndslag.

Prop. 1975/76:81 med förslag i ändring i lagen (1915:218) om avtal och andra rättshandlingar på förmögenhetsrättens område, m.m.

Prop. 1983/84:92 om avtalsvillkor mellan näringsidkare

Prop. 2000/01:146 Oberoende, ägande och tillsyn i revisionsverksamhet.

Prop. 2002/03:139 Reformerade regler för bank- och finansieringsrörelse.

Prop.2006/07:115 Ny lag om värdepappersmarknaden.

Prop. 2009/10:217 Kreditvärderingsinstitut

SOU 1999:82 Vårdslös kreditgivning samt sekretess i banker m.m.

### **Internationella icke-bindande regelverk**

Basel-kommittén, Basel I: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards (Basel Capital Adequacy Accord), april 1998.

Basel-kommittén, Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards – A Revised Framework, november 2005.

Basel-kommittén, Basel III: International Framework for Liquidity Risk Measurement, Standards and Monitoring, december 2010.

IOSCO, Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, dokumentnr: IOSCOPD180, december 2004.

## Rapporter

Basel-kommittén, *Report on Special Purpose Entities*, september 2009.

CESR, *Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code*, Ref: CESR/06-545, december 2006.

Council of the European Union, 13106/10, *Presidency compromise - Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council - On amending Regulation (EC) No. 1060/2009 on credit rating agencies*, 6 september 2010.

ESME Report to the European Commission, *Role of Credit Rating Agencies*, juni 2008.

European Commission, 2010/0160 (COD), *Proposal for a Regulation (EU) No .../... of the European Parliament and of the Council - On amending Regulation (EC) No. 1060/2009 on credit rating agencies*, 2 juni 2010

EU Commission, *Communication from the Commission on Credit Rating Agencies*, 2006/C59/02, Official Journal of the European Union, C59 vol 49, 11 mars 2006.

EU Commission, *Commission Decision of 23 January 2009 establishing the Committee of European Securities Regulators*, 2009/77/EC, Official Journal of the European Union, L25 vol 52, 29 januari 2009.

EU Commission, *Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies - Summary of the Impact Assessment*, SEC(2008) 2746, 12 november 2008.

EU Commission, *Summary of the Impact Assessment*, SEC (2009) 1235, 23 september 2009

EU-kommissionen, *Meddelande om förebyggande av ekonomiska oegentligheter i företagssektorn och finansiella oegentligheter*, KOM (2004) 611, 27 september 2004

FAR: s rekommendation 2007.2, *Uppdragsbrev och allmänna villkor för fristående rådgivning*.

Finansinspektionen, *Godkännande som kreditvärderingsföretag vid tillämpningen av lag (2006:1371) om kapitaltäckning och stora exponeringar*, FI Dnr 06-1139-419, 26 mars 2007.

Financial Stability Forum, *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7 april 2008.

House of Lords, *The Future of EU Financial Regulation and Supervision*, European Union Committee Fourteenth Report, vol I HL Paper 106-I, 9 juni 2009.

IOSCO, Technical Committee, *Final Report on the Subprime Crisis*, maj 2008.

IOSCO, Technical Committee, *Final Report on Credit Rating Agencies*, maj 2008.

IOSCO, Technical Committee, *The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets*, maj 2008.

SEC, *SEC Hearings on Issues Relating to Credit Rating Agencies: Statement of Amy Lancellotta*, 21 november 2002, <http://sec.gov/news/extra/credrate/investcoinstit.htm> . Hämtad 2009-12-01.

SEC, *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Selected Credit Rating Agencies*, juli 2008.

SEC, Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, Release No 34-55857, File No S7-04-07, 18 juni 2007.

## Övrigt

Affärsvärlden, *Bottenbetyg till kreditbedömarna*, Bengt Ljung, 7 oktober 2007.

Affärsvärlden, *Standard & Poor's stäms för Lehman-betyg*, 7 juni 2010.

American Banker, *Viewpoint: Why We Stand Behind the Issuer-Pays Compensation Model*, 23 juni 2010, [www.americanbanker.com/issues/175\\_119/vp-sharma-ratings-1021328-1.html](http://www.americanbanker.com/issues/175_119/vp-sharma-ratings-1021328-1.html) . Hämtad 2010-06-23.

Bengtsson, Bertil & Strömbäck, Erland, *Skadeståndslagen* (1 oktober 2009, Zeteo), [www.nj.se/zeteo](http://www.nj.se/zeteo) . Hämtad 2010-12-01.

DBRS Structured Finance Newsletter, vol 5, issue 17, 4 maj 2009.

European Commission Press Release, *Approval of new Regulation will raise standards for the issuance of credit ratings used in the Community*, ref no: IP/09/629, 23 april 2009, <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/629> . Hämtad 2010-02-07.

Financial Times, *Dilemmas of reforming the rating agencies*, Aline van Duyn, 11 juni 2010.

Financial Times, *Top marks no longer count for much*, Aline van Duyn, 13 oktober 2009.

Financial Times, *Reputations to restore*, Paul J Davies; Joanna Chung & Gillian Tett, 21 juli 2008.

Financial Times, *Raters berated*, 22 juli 2009.

FitchRatings, *Letter to Svensk Hypotekspension Fond 1 AB (publ)*, 31 augusti 2010.

FT.com, *Big Freeze part 1: How it began*, 3 augusti 2008, [http://www.ft.com/cms/s/0/a09f751e-6187-11dd-af94-000077b07658.dwp\\_uuid=13e90304-4dc0-11dd-820e-000077b07658.html?nclick\\_check=1](http://www.ft.com/cms/s/0/a09f751e-6187-11dd-af94-000077b07658.dwp_uuid=13e90304-4dc0-11dd-820e-000077b07658.html?nclick_check=1) . Hämtad 2009-09-01.

Investment Week, *Questions over ratings*, 21 juni 2010, [www.investmentweek.co.uk/investment-week/feature/1686573/questions-ratings](http://www.investmentweek.co.uk/investment-week/feature/1686573/questions-ratings) . Hämtad 2010-06-21.

IOSCO media release, *IOSCO to implement changes to Code of Conduct for Credit Rating Agencies*, IOSCO/MR/006/2008, 28 maj 2008.

Berggren, Nils-Olof m.fl., *Brottsbalken* (1 juli 2010, Zeteo), [www.nj.se/zeteo](http://www.nj.se/zeteo) . Hämtad 2010-12-01.

Mayer Brown International LLP, Publications, *EU Regulation of Credit Rating Agencies approved*, 24 april 2009.

S & P Press Release, *S&P says EU regulation should boost market confidence in ratings*, 23 april 2009.

S & P SurveillanceExtra Newsletter, *Certain Categories of Debt Instrument will carry a Structured Finance Identifier, says report*, Issue 205, 21-25 juni 2010.

S & P, *Research update: Moody's Corp. A-1 Short-Term Rating Placed On CreditWatch Negative*, 29 juni 2010

S & P, *A Letter from Deven Sharma, President of Standard & Poor's – To Our Investors, Clients and Issuers*, 16 juli 2010

S & P, *Restoring American Financial Stability Act of 2009, Title IX, Subtitle C, Section 933, State of Mind in Private Actions*

SEC Press Release, *SEC Issues Report Cautioning Credit Rating Agencies*, doc no. 2010-159, 31 augusti 2010.

The Economist, *A decent start*, 1 juli 2010.

The Economist, *The other vampires – Pressure mounts on an oligopoly*, 13 maj 2010.

Wall Street Journal, *Text of Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (H.R.4173)*, 26 juni 2010.

# Rättsfallsförteckning

## **Svensk rättspraxis**

NJA 1985 s.22  
NJÄ 1987 s.692  
NJÄ 1991 s.625  
NJÄ 1992 s.58  
NJÄ 1992 s.243  
NJÄ 1992 s.502  
NJÄ 1994 s.532  
NJÄ 1996 s.224  
NJÄ 1996 s.700  
NJÄ 1997 s.127 I-II  
NJÄ 1998 s.390  
NJÄ 1998 s.625  
NJÄ 1998 s.734  
NJÄ 1999 s.625  
NJÄ 2000 s.380  
NJÄ 2000 s.639  
NJÄ 2007 s.82

## **Gemenskapsrättslig rättspraxis**

C-105/03 Criminal proceedings against Maria Pupino

## **Rättspraxis inom common law**

Hedley Byrne & Co Ltd v Heller & Partners Ltd (1964)  
Lloyds Bank Ltd v Bundy (1975)  
Caparo Industries Plc v Dickman (1990)  
Nat West Australia Bank Limited v Tricontinental Corp Limited (1993)  
Henderson v Merett Syndicates Limited (1994)  
Spring v Guardian Assurance Plc (1994)  
White v Jones (1995)  
Jefferson County School District v Moody's Investor Services Inc (1999)  
Bernard Schulte GmbH & Co v Nile Holdings Ltd (2004)  
In re Enron Corp. Securities Derivative & ERISA litigation (S.D. Tex., 2005)  
Abu Dhabi Commercial Bank v Morgan Stanley & Co., Inc. (S.D.N.Y., 2009)