



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Eva Löndahl

Kreditvärderingsinstitut
- Minskat inflytande genom ökad reglering?

JURM02 Examensarbete

Examensarbete på juristprogrammet
30 högskolepoäng

Handledare: Per Samuelsson

Termin för examen: VT 2014

Innehåll

SUMMARY	1
SAMMANFATTNING	2
FÖRORD	3
FÖRKORTNINGAR	4
1 Inledning	6
1.1 Introduktion	6
1.2 Syfte och frågeställningar	8
1.3 Avgränsningar och förtydliganden	9
1.4 Metod	12
1.5 Material	13
1.6 Disposition	14
2 Kreditvärderingsbranschen	15
2.1 Historisk tillbakablick	15
2.2 Kreditvärderingsinstitut	16
2.2.1 Ersättningsmodell	16
2.3 Kreditvärderingar	17
2.3.1 Värderingsmodeller	21
3 Kreditvärderingsinstituten under finanskrisen	22
3.1 Bakgrund	22
3.2 Bristande integritet	23
3.3 Bristande tillförlitlighet	25
3.4 Bristande transparens	26
3.5 Bristande konkurrens	27
4 Globala initiativ	28
4.1 International Organization of Securities Commissions	28

4.2	Financial Stability Board	31
5	EU-rättslig reglering	32
5.1	Regleringens framväxt	32
5.2	Regleringens begreppsmässiga ram	35
5.3	Förordning nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut	37
5.3.1	Särskilt om det civilrättsliga ansvaret	43
6	Analys	45
6.1	Slutsatser	44
6.2	Minskat inflytande genom ökad reglering?	48
6.3	Slutord	52
	BILAGA A	57
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	58

Summary

The purpose of this thesis is to investigate the role of credit rating agencies in the global financial markets, the regulation of their business and how the incorporation of credit ratings into regulatory frameworks has affected the financial system. After presenting the current law, the thesis culminates in an analysis of the effectiveness of the current regulatory framework.

The relevance of the inquiry follows from the quasi-official position the credit rating agencies enjoy in the global financial markets. It is highly unusual to attribute this level of authority to privately held enterprises, through references to their products in constraining regulatory frameworks.

The evolution of the current regulations has largely been crisis driven. Scandals such as the ones involving Enron and Parmalat and particularly the latest financial crisis have created a public perception that credit rating agencies should be under strict regulatory supervision. The objective at the EU level is to reduce conflicts of interest, increase the quality of credit ratings and reduce the mechanical and perfunctory reliance on credit ratings when investment decisions are made. My conclusion is that the current regulations convey a false sense of security, for instance through the introduction of the registration process in which the credit rating agencies are given the EU's unofficial "stamp of approval". This structure hardly gives investors incentives to conduct their own due diligence, but rather encourages the mechanical reliance. The prevailing public consensus is to reduce the influence of the credit rating agencies, through the removal of references to credit ratings in the regulatory frameworks. Nonetheless, the European Commission has proceeded with caution and only set an objective to completely remove the references to credit rating agencies by 2020, at the same time as ever increasing volumes of regulations are implemented. I believe the references must be removed immediately, and that the increased regulation of the field is supporting the mistaken impression that the credit rating agencies have the regulators "stamp of approval". Thus, a return to self-regulation is desired.

Sammanfattning

Uppsatsen behandlar i huvudsak kreditvärderingsinstitutens roll på de globala finansmarknaderna, regleringen av deras verksamhet samt hur lagstiftarens inkorporering av kreditbetyg har påverkat det finansiella systemet. Med gällande rättsläge presenterat, kulminerar uppsatsen i en analys av ändamålsenligheten av nuvarande lagstiftning.

Frågeställningens relevans följer av den kvasi-officiella ställning som kreditvärderingsinstitutet intar på de globala finansmarknaderna. Att tilldela privata aktörer en sådan indirekt auktoritet genom hänvisningar till dess produkter i tvingande regelverk är mig veterligen unikt.

Regleringen har i stor utsträckning varit ”kris-driven”. Skandaler som Enron, Parmalat samt i synnerhet den senaste finanskrisen har skapat en allmän opinion om att kreditvärderingsinstitutet bör lyda under strikt reglering. Även om lagstiftningen knappast har beslutats utan digra konsekvensanalyser och andra förberedande rättsakter, har resultatet blivit att den inte uppnår sitt syfte. Målsättningen på EU-nivå är att motverka intressekonflikter, öka kvaliteten i kreditbetygen samt minska det mekaniska och slentrianmässiga förlitandet på kreditbetyg i investeringsbeslut. Min slutsats är att nuvarande reglering istället invagar investerare i en falsk trygghet exempelvis genom förordningens införande av ett registreringsförfarande där kreditvärderingsinstitutet tilldelas EU:s ”godkänd”-stämpel. Ett sådant upplägg utgör knappast ett incitament för investerare att vidta egen due diligence utan främjar snarare det mekaniska förlitandet. Trots det allmänna konsensus som råder om att kreditvärderingsinstitutet inflytande måste begränsas genom avlägsnande av regulatoriska hänvisningar till kreditbetyg, har EU-kommissionen en vag målsättning satt till år 2020 i kombination med ett ständigt utökad regelverk. Jag anser att hänvisningarna måste avlägsnas omgående samt att den ökade regleringen sänder ut ett felaktigt budskap. Därför är en återgång till självreglering önskvärd.

Förord

Det är omöjligt att på några få meningar och på ett kärnfullt sätt säga något om hur otroligt kul jag har haft under min studietid i Lund, Toronto och Stockholm. Som tur är har jag under resans gång träffat vänner som jag kommer behålla resten av livet och kommer kunna älta gamla minnen med tills vi ombeds sluta.

Därför tänker jag istället ägna detta förord åt att tacka de personer som hjälpt och peppat mig när det varit mindre kul. För en 30 hp-tenta är faktiskt inte alltid superkul.

Mina fina vänner som jag lärt känna i Lund

Mina bästa kompisar Emelie, Rebecca och Hanna.

Mina kusiner Karin och Lena som är systrarna jag aldrig fick

Min ”faster” Kerstin

Min farmor

Min bror Rickard som alltid kommer vara min främsta förebild

Min mamma och pappa som ställt upp till 100 %

Den här uppsatsen tillägnas tre personer som betydde väldigt mycket för mig men som tyvärr aldrig fick se mig ta min examen.

Moster Kristina

Mormor

Morfar

Älmhult 2014-08-08

Eva Löndahl

Förkortningar

AIFMD	Alternative Investment Fund Managers Directive <i>(sv. direktivet om förvaltare av alternativa investeringsfonder)</i>
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision <i>(sv. Baselkommittén)</i>
CESR	Committee of European Securities Regulators <i>(sv. Europeiska värdepapperstillsynskommittén)</i>
CRD	Capital Requirements Directive <i>(sv. kapitaltäckningsdirektivet)</i>
CRR	Capital Requirements Regulation <i>(sv. Förordning om tillsynskrav för kreditinstitut och värdepappersföretag)</i>
G20	Group of Twenty Finance Ministers and Central Bank Governors
EBA	European Banking Authority <i>(sv. Europeiska bankmyndigheten)</i>
EES	Europeiska Ekonomiska Samarbetsområdet
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority <i>(sv. Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten)</i>
ESA	European Supervisory Authorities (ESMA, EBA och EIOPA tillsammans)
ESFS	European Financial Stability Facility <i>(sv. Europeiska finansiella stabiliseringsfaciliteten)</i>
ESMA	European Securities and Markets Authority <i>(sv. Europeiska värdepappers- och Marknadsmyndigheten)</i>
ESME	European Securities Market Expert group
EU	Europeiska Unionen
FSAP	Financial Services Action Plan <i>(sv. handlingsplanen för finansiella tjänster)</i>

FSB	Financial Stability Board (internationellt organ för övervakning av det globala finansiella systemet med en styrelse bestående av G20-länderna och Europeiska Kommissionen)
FSF	Financial Stability Forum (föregångare till FSB)
IORP	Directive on the activities and supervision of Institutions for Occupational Retirement Provisions (<i>sv. Tjänstepensionsdirektivet</i>)
IOSCO	The International Organization of Securities Commission (<i>sv. Internationella organisationen för värdepapperstillsyn</i>)
Kommissionen	Europeiska kommissionen
Moody's	Avser kollektivt: Moody's Corp. samt dess dotterbolag Moody's Investors Service, Inc.
NRSRO	National Recognized Statistical Rating Organization (organ utsett av SEC för att administrera nationellt erkända kreditvärderingsinstitut i USA)
Prop.	Proposition
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission (amerikanska myndigheten för värdepappershandel)
SFS	Svensk författningssamling
S&P	Avser kollektivt: The McGraw-Hill Companies Inc. samt dess helägda dotterbolag Standard & Poor's Financial Services LCC
Rådet	Europeiska Unionens råd
UCITS	Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities (<i>sv. UCITS-direktivet om värdepappersfonder och fondbolag</i>)

1 Inledning

1.1 Introduktion

“[Investeringen] kunde vara strukturerad av kossor och vi hade fortfarande betygssatt den.”

- Analytiker vid ett av de dominerande kreditvärderingsinstitutet refererande till strukturerade produkter¹ i ett e-mail²

Finansmarknaderna präglas av ett stort behov av att hantera risker. Risken att en nyemission inte fulltecknas hanteras genom användande av garantier. Risken att en akties värde minskar hanteras genom kapitalförsäkringar. Risken att konsumenter drabbas när en bank går i konkurs hanteras genom insättningsgarantier.

Risken att en gäldenär inte betalar sina skulder i tid hanteras genom användandet av kreditbetyg. Kreditbetyg används av investerare, låntagare, emittenter och stater som en del av beslutsunderlaget inför ett finansierings- eller investeringsbeslut. I praktiken rör det sig om sannolikhetskalkyler framtida händelser syftande till att möjliggöra vidtagande av åtgärder för att bemöta oönskade framtida effekter. Som utfärdare av kreditbetyg har kreditvärderingsinstitutet en viktig uppgift på de globala marknaderna för värdepapper och banktjänster. Genom kreditvärderingens betydelse för ett företags lånekostnader har de även stort inflytande på M&A³- och private equity⁴-marknaderna.

Analytikern i citatet ovan belyser den delikata problematik och intressekonflikt som följer av att kreditvärderingsinstitutets huvudsakliga inkomstkälla är identisk med de enheter som de utvärderar kreditbetygen för. Kreditvärderingsinstitutet är privata företag vars produkter och tjänster genom

¹ Med strukturerad finansiell produkt menas värdepapper som består av flera, oftast två, olika

² *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*, s. 12

³ *Mergers & Acquisitions*, är en engelsk term som används i samband med konsolidering av företag. På svenska används vanligtvis termen företagsförvärv.

⁴ Termen *private equity* används vid alla tillskott av kapital (som inte är lån) i ett företag som inte är börsnoterat (källa: <http://www.naxs.se/private-equity/om-private-equity/>)

hänvisningar i statlig reglering, i vissa fall i form av tvingande rättsregler, fått ett betydande inflytande på hela det finansiella systemet.⁵ I kapitaltäckningsregelverk som Basel III⁶ har flera hänvisningar till kreditbetyg intagits och därmed gjort beräkningar av krav på kapitaltäckning⁷ beroende av kreditvärderingsinstitutens bedömningar. Det talas ibland om att instituten intar en ”kvasi-offentlig” ställning med tillsynsmyndigheters och lagstiftares godkändstämpel vilket ger fog för marknaden att betrakta produkterna och tjänsterna som pålitliga.⁸ Kreditvärderingsinstitutet själva har friskrivningar i stil med denna längst ned på sina kreditvärderingar: "*[A]ny user of the information contained herein should not rely on any credit rating or other opinion contained herein in making any investment decision.*"⁹

Kreditvärderingsinstitutens oförmåga att korrekt värdera strukturerade finansiella instrument i kombination med för sena omvärderingar anses vara en betydelsefull faktor till 2007-års amerikanska bolånekris som sedermera kom att övergå till en global finansiell kris.¹⁰ Går man tillbaka ytterligare några år finner man snabbt att kreditvärderingsinstitutet var inblandade i både Enron-¹¹, Worldcom-¹² och Parmalatskandalerna¹³. Detta till trots, var institutets

⁵ Se exempelvis 6 kap 2 § lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse, 8 kap 4 § lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden, 5 kap 2 § lagen (2004:46) om värdepappersfonder samt hela lagen (2006:1371) om kapitaltäckning och stora exponeringar

⁶ Överenskommelse mellan Baselkommitténs medlemmar syftande till att verka för en mer motståndskraftig banksektor genom ett ramavtal för mätande av likviditetsrisker, standarder samt övervakning (p. 1, Introduction, Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems)

⁷ Kapitaltäckningsreglerna går något förenklat ut på att finansiella institutioner åläggs krav att inneha en viss miniminivå av kapital. Detta kapital ska utgöra en buffert för oförutsedda förluster i syfte att skydda insättningarna och därigenom bidra till det finansiella systemets stabilitet (källa: de Haan och Amtenbrink, s. 7)

⁸ Hanqvist, s. 355

⁹ För S&P's friskrivning, se <http://www.standardandpoors.com/regulatory-affairs/ratings/en/us>, för Moody's se <https://www.moody.com/termsfuseinfo.aspx?lang=en&cy=global>, för Fitch se <https://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/terms-of-use.jsp>

¹⁰ Holt, s. 25

¹¹ Enron var vid tillfället för sin kollaps USA:s sjunde största företag verksamt inom energisektorn. Den abrupta konkursen berodde på omfattande bedrägerier och vilseledande bokföring varför en nationell kommitté tillsattes i syfte att vidare utreda fallet. Denna visade att anställda vid företaget gjort omfattande ansträngningar i syfte att förmå Moody's att inte nedvärdera dess kreditverktyg. (källa: *Enron's Credit Rating: Enron's bankers' contacts with Moody's and Government Officials*, s. 1)

¹² Worldcom var ett telekombolag som gick i konkurs i juli 2002 med skulder på 41 miljarder USD. Bidragande orsaker till skandalen, som innebar att grundaren och före detta Vd:n fick 25 års fängelse för bedrägeri, var avsaknad av kontrollfunktioner i kombination med för starkt driv efter tillväxt samt just kreditvärderingsinstitutets misslyckande att sänka kreditbetyget

verksamhet inom EU i princip rättsligt oreglerad fram till år 2009. När finanskrisens övergick till en global recession höjdes röster för en reglering och ökat juridiskt ansvar för kreditvärderingsinstitut. Den särskilda ställning som kreditvärderingsinstitut intar på finansmarknaden ansågs motivera bland annat krav på att deras värderingsmodeller håller viss standard.¹⁴ I juni 2013 trädde den senaste ändringen av Kreditvärderingsförordningen i kraft och den stora nyheten var införande av civilrättsligt ansvar för kreditvärderingsinstitut som, genom en överträdelse av förordningen, åsamkar tredje part skada.¹⁵

Införandet av omfattande gemenskapsrättslig, samt därtill sammanhängande svensk reglering, innebar slutet på självreglering genom uppförandekoder. Ett av de ledande motiven har varit att minska marknadsdeltagares och särskilt investerares alltför stora förlitan på kreditbetyg och i förlängningen minska det inflytande som de privata företagen som utfärdar kreditbetyg har på den globala finansmarknaden. Den uppenbara frågan blir därmed; kan vi minska kreditvärderingsinstitutens inflytande genom ökad reglering?

1.2 Syfte och frågeställningar

Mitt syfte med denna framställning är att undersöka ändamålsenligheten av den EU-rättsliga regleringen av kreditvärderingar och kreditvärderingsinstitut. Regleringens kärna återfinns i en förordning från år 2009 som ändrades senast i juni 2013. Ändringen innebar införande av ett civilrättsligt ansvar för kreditvärderingsinstitut som genom en överträdelse av förordningen åsamkat investerare eller värdepappersemittent skada. Mot bakgrund av den debatt som förts, och fortfarande förs, avseende kreditvärderingsinstitutens roll på de finansiella marknaderna anser jag att regleringen bör analyseras utifrån ett ändamålsenlighetsperspektiv. En sådan analys kan kopplas till flertalet juridiska

trots indikationer på försämrade finanser (källa: Hamilton och Micklethwait i *Greed and Corporate Failure: The Lessons from Recent Disasters* s. 60)

¹³ Parmalat var ett multinationellt mejeriföretag grundat av en italiensk familj som tillsammans med ett antal chefer använde sig av bland annat skalbolag i skatteparadis, falska dokument och luftfakturor för att dölja brister i räkenskaperna. Parmalat hade lyckats kringgå S&P's förfrågan om viss information, som detta till trots utfärdade betyget investment-grade på företagets obligationer (källa: Förslag till resolution om Parmalatskandalen och företagsstyrning, Europaparlamentet B5-0057/2004)

¹⁴ prop. 2006/07:5 s. 200

¹⁵ Förordning om kreditvärderingsinstitut, art. 35a

aspekter: systemstabiliteten på de finansiella marknaderna, lagstiftarens uttalade motiv och krav på proportionalitet och utgångspunkten om fria marknader för privata aktörer. Fokus för min uppsats är dock att analysera hur den nuvarande regleringen samspelar med empiriska konstateranden om de negativa effekterna av att tilldela dessa privata aktörer för stort inflytande på de globala finansiella marknaderna.

För att ta ställning till lagstiftningens ändamålsenlighet är det inte tillräckligt att behandla det befintliga regelverket. Det är även nödvändigt att redogöra för hur marknaden för kreditvärderingar är uppbyggd, kritik som riktats mot branschen, åtgärder som vidtagits för att komma till bukt med denna samt vilka alternativ det finns till den befintliga regleringen.

Med syftet i åtanke har ett antal frågeställningar formulerats för att säkerställa huvudfrågeställningens besvarande.

- I. Hur fungerar marknaden för kreditvärderingar ut?
- II. Hur ser den befintliga regleringen för kreditvärderingsinstitut ut?
- III. Vilken roll hade kreditvärderingsinstituten i den senaste finanskrisen?

1.3 Avgränsningar och förtydliganden

För att på ett tillfredsställande sätt kunna besvara mina frågeställningar har jag valt en förhållandevis snäv avgränsning. Initialt bör därför nämnas att värderingar av företagslån väsentligt skiljer sig från värderingar av strukturerade produkter. Det förstnämnda innebär en förhållandevis enkel process där affärsmodell, balansräkning, ledning och historiska data behandlas för att bedöma företagets betalningsförmåga. Strukturerade produkter har inte på samma sätt ett företag i grunden, utan består av en pool av skulder (ofta bolån) som vidare säljs av banker. Värderingar av strukturerade produkter visade sig i samband med den senaste finanskrisen vara ett av de områden där kreditvärderingsinstitutens utlåtanden varit mest missvisande. Denna framställning fokuserar därför på denna typ av värdepapper bestående av flera

finansiella instrument och som idag är ett betydande inslag på den globala finansmarknaden.

Den gemenskapsrättsliga regleringen av kreditvärderingsinstitut återfinns i en ursprunglig förordning samt därtill efterföljande ändringsförordningar. Förordningen, som är tämligen omfattande, kommer av utrymmesskäl inte att redogöras för i sin helhet. Istället kommer framställningen fokusera på de bestämmelser som är relevanta i ljuset av kreditvärderingsbranschens konstaterade tillkortakommanden och motiven bakom samt tänkta korrigerande incitament i lagstiftningen.

Uppsatsens ämnesval har en starkt internationell prägel som följer av den harmonisering som den globala finansmarknaden genomgått under de senaste decennierna. Fokus för denna framställning är dock den EU-rättsliga regleringen av kreditvärderingsinstitut. Amerikansk rätt kommer inte beröras i vidare mån än där paralleller anses berika läsaren med underlag för egen analys och ställningstagande i frågan om ändamålsenlighet.

Den senaste finanskrisen är i högsta grad relevant för ett ställningstagande om regleringens ändamålsenlighet. Upprinnelsen och orsakerna till krisen kommer dock bara behandlas alldeles kort och fokus läggs istället på de tillkortakommanden som identifierats just avseende kreditvärderingsinstitutens verksamhet i detta avseende. Genom att deskriptivt återge dessa, förses läsaren med underlag för en självständig bedömning av hur lagstiftningen som infördes efter den senaste finanskrisen motverkar problem som identifierades under den.

När det gäller terminologi behöver följande förtydliganden göras. Jag kommer i denna framställning använda kreditvärderingar och kreditbetyg synonymt utan att avse någon distinktion i dessa val. Termen kreditvärderingsinstitut används konsekvent som benämning på de bolag som utfärdar kreditvärderingar. Den engelska benämningen *Credit Rating Agencies* har ibland översatts till kreditvärderingsföretag (se exempelvis 12 § i förordning (2008:819) om statliga garantier till banker m.fl.). Då kreditvärderingsinstitut är den term som valts i den svenska översättningen av EU-förordningen om kreditvärderingsinstitut,

och då den i övrigt är frekvent i svensk författning (se exempelvis lagen (2010:1010) om kreditvärderingsinstitut) anser jag dock att det är ett motiverat terminologiskt val. Vidare har jag valt att använda den engelska förkortningen CRA vid mina hänvisningar till förordningen om kreditvärderingsinstitut samt dess ändringsförordningar. Detta val motiveras med samstämmighet med hänvisningar i merparten av den litteratur jag har behandlat som också till övervägande del varit på engelska.

Vidare är följande förtydligande nödvändigt i anknytning till avsnittet om förordningen om kreditvärderingsinstitut, 4.1.2. I detta avsnitt kommer förordningen att presenteras kronologiskt enligt dessa ändringar, med fokus på de för uppsatsen mest relevanta delarna. När hänvisningar görs är dem till den konsoliderade versionen, däremot används CRA I, CRA II och CRA III i vissa fall i den löpande texten för att tydliggöra genom vilken version av förordningen som särskilda regler infördes.

Då marknaden för kreditvärderingar domineras av tre aktörer har jag i vissa fall (exempelvis i kommentaren till företagens friskrivningar) valt att endast beakta information avseende dessa tre istället för att göra en mer omfattande informationsinsamling. När marknads struktur till så hög grad är koncentrerad att man till och med i internationella sammanhang talar om *the big three*, menar jag att denna förenkling är väl motiverad.

Ett sista förtydligande bör göras avseende vilket perspektiv jag haft i åtanke när jag analyserat regleringen av kreditbetyg. Som nämntes i inledningen används kreditbetyg typiskt sett av investerare, låntagare, emittenter och stater. Jag har i denna framställning valt att exkludera det sista perspektivet. Detta motiverar jag med att kreditbetyg för stater i så väsentlig grad skiljer sig från de övriga intressenterna. Detta är dessutom en uppsats inom associationsrätt och staters kreditbetyg hör bättre hemma inom områden såsom systemstabilitet och makroekonomi.

1.4 Metod

Denna framställning utgår från en traditionell rättsdogmatisk metod. Detta innebär att rättskällorna på området granskas i syfte att fastställa rättsläget. Valet av metod kan motiveras av att regleringen av kreditvärderingsinstitut har tillkommit förhållandevis nyligen och med förhållandevis frekventa ändringsförordningar. Det är därmed berättigat att klargöra det nu gällande rättsläget. I en uppsats med tydlig EU-rättslig inriktning kan inte den för svenska förhållanden gällande metoden med granskande av rättsregler, förarbeten, praxis och doktrin följas. Störst fokus har istället lagts på granskning av de EU-rättsliga förordningarna och material som behandlar dessa. Databasen EUR-Lex är den officiella tjänsten som tillhandahåller EU-rättsliga texter, EU:s officiella tidning samt utkast till lagstiftningsakter. Denna databas har grundligt genom sökts för att säkerställa en helhetsbild av rättsakterna avseende kreditvärderingar.

Ämnesområdet har behandlats i stor utsträckning både i myndighetspublikationer och avhandlingar. I syfte att säkerställa en hög grad av objektivitet i uppsatsens deskriptiva delar har jag i denna del prioriterat publikationer av officiell karaktär före sådana med potentiellt kommersiellt intresse.

Då uppsatsen syftar till att kritiskt granska ändamålsenligheten i lagstiftningen av privata aktörer med indirekt regulatorisk påverkan har även ett deskriptivt avsnitt om kreditvärderingsbranschen inkluderats. Denna del kan initialt te sig sakna tydlig juridisk relevans. För att läsaren självständigt ska kunna ta ställning till uppsatsens frågeställning är dock nödvändigt med förståelse för hur branschen är uppbyggd samt vilka problemställningar den dras med. Denna del av uppsatsen är underbyggd av främst artiklar och publikationer.

Genom ett upplägg där inledningsvis kreditvärderingsbranschen presenteras, följt av globala initiativ och EU-rättslig reglering för att sedan avslutas med kreditvärderingsinstitutens roll under finanskrisen är min ambition och förhoppning att läsaren erhåller en väl underbyggd kunskap på området för att tillgodogöra sig analysen i största möjliga utsträckning. För att tydliggöra

distinktionen mellan uppsatsens deskriptiva del och dess analytiska del, kommer den senare vara helt koncentrerad till uppsatsens avslutande kapitel.

1.5 Material

Som nämnts ovan syftar uppsatsen till att analysera den EU-rättsliga regleringen av kreditvärderingsinstitut. Det är därför naturligt att kreditvärderingsförordningen är uppsatsens utgångspunkt. I anknytning till denna finns flertal konsekvensanalyser och annat förberedande material framtaget inom EU för att underbygga lagstiftningen. I stort sett allt material av denna typ med anknytning till kreditvärderingsinstitut har granskats utan att nödvändigtvis i slutändan inkluderas i uppsatsen.

Uppsatsens internationella karaktär och inriktning har inneburit att materialet i huvudsak varit annat än svenskt. En särskild ansträngning har dock gjorts för att inkludera förekommande svensk doktrin. Dan Hanqvists artikel i *Förvaltningsrättslig Tidskrift* har i detta hänseende varit förtjänstfull. Även Aron Verständigs artikel i *Svensk Juristtidning* har givit bra perspektiv på området och har utgjort en källa till inspiration under arbetets inledning. Stockholm Centre for Commercial Law höll i juni 2012 en internationell konferens i ämnet kreditvärderingsinstitut. Föreläsarnas artiklar sammanställdes i samlingsverket *Perspectives on Credit Rating Agencies* för vilket Jan Kleineman, Lars Gorton och Aron Verständig var redaktörer. Detta samlingsverk innehåller artiklar av flera framstående personer inom området för den juridiska aspekten av kreditvärderingar så som John C. Coffee Jr, Dan Hanqvist och Philip Wood. Konferensen hade dock en internationell prägel och den svenska redaktörtrion till trots kan samlingsverket knappast räknas som svensk doktrin på området. Det måste härvid påpekas att det föreligger brist på svensk doktrin som tar sikte på de juridiska aspekterna av kreditvärderingar.

Kreditvärderingsinstitut har särskilt under de senaste åren blivit föremål för många rapporter både framtagna av myndigheter och akademiska institutioner.

Då min framställning är av ändamålsutredande natur fallet det naturligt att tillvarata den ansevärd mängd publikationer och rapporter som framtagits i samband med ny reglering eller granskande av befintlig. Tyngdpunkten av materialet för uppsatsen återfinns av detta skäl inom denna genre.

Doktrinen på området är tämligen begränsad. Kreditvärderingsinstitut behandlas främst som mindre delar i större verk om den globala finansmarknaden. Boken *Credit Rating Agencies on the Watch List: Analysis of European Regulation* skriven av rådgivare inom den spanska myndigheten för värdepapperstillsyn, har därför utmärkt sig och varit särskilt förtjänstfull.

1.6 Disposition

Uppsatsen är indelad i fyra deskriptiva kapitel samt ett avslutande analytiskt kapitel. I pedagogiskt syfte har varje kapitel delats in i underrubriker tänkta att förenkla förståelsen samt utgöra naturliga avgränsare mellan olika aspekter av ämnet.

Framställningen inleds med en kort historisk tillbakablick följt av en studie av kreditvärderingsinstituten och särskilt deras ersättningsmodell. Därefter behandlas den av företagens tjänster som är kärnan i uppsatsen – kreditvärderingarna – i slutet av avsnitt 2.

Kreditvärderingsinstitutens roll under finanskrisen behandlas uppdelat efter de huvudsakliga problemområdena i avsnitt 3.

Därefter presenteras de globala initiativ som genomförts på området: IOSCO och FSB-principerna. Dessa globala uppförandekoder följs av en redogörelse av den EU-rättsliga regleringen av kreditvärderingsinstitut. Denna del av framställning är förhållandevis omfattande och har tilldelats ett antal underrubriker.

Uppsatsen avslutas med en tredelad analys. Initialt sammanfattas framställningens slutsatser. Därefter följer ett avsnitt som fokuserar på att analysera om det konstaterade upplägget med ökad reglering verkligen minskar

kreditvärderingsinstitutens inflytande. Avslutningsvis återfinns ett kortare avsnitt där författaren mer fritt ventilerar sina åsikter och sin framtidsprognos.

2 Kreditvärderingsbranschen

2.1 Historisk tillbakablick

Verksamheten att samla in, analysera och vidareförmedla kreditinformation går långt tillbaka i historien. Det var i syfte att informera om risker i relation till järnvägsindustrin som det som sedan skulle utvecklas till kreditvärderingsindustrin föddes under mitten av 1800-talet. Kreditbetygen publicerades i en manual som var tillgänglig via en prenumerationstjänst. Inriktningen mot järnvägsindustrin var endast initial och år 1924 omfattades i princip hela marknaden för obligationer av kreditvärderingsinstitut.¹⁶

I efterdyningarna av den stora depressionen blev kreditvärderingsinstitutet ett viktigt verktyg för den amerikanska lagstiftaren i strävandet efter att undvika en ny finanskris. Det fanns en uttalad ambition att styra banker till att endast investera i säkra obligationer.¹⁷ Den första hänvisningen till kreditbetyg kan spåras tillbaka till år 1936 då Office of the Comptroller of the Currency¹⁸ beslutade att banker endast fick inneha säkerheter med ett kreditvärderingsinstituts betyg som var BBB eller högre (enligt dagens betygsskala).¹⁹ Detta innebar att banker inte längre kunde fatta investeringsbeslut baserat på information från vad de själva bedömde vara en pålitlig källa, utan styrdes till att använda bedömningar av någon av de erkända så kallade manualerna.²⁰ Under 1970-talet instiftade SEC en särskild organisation, NRSRO, med koppling till kreditvärderingsinstitut. Myndigheten skapade därmed en artificiell barriär till marknaden eftersom enbart kreditvärderingsinstitut med erkännande från SEC kan erhålla medlemskap i

¹⁶ Gorton och Verständig, s. 13

¹⁷ White, s. 213

¹⁸ Myndighet som är en del av USA:s finansdepartement och reglerar och kontrollerar det inhemska bankväsendet (Källa: <http://www.occ.treas.gov/about/what-we-do/mission/index-about.html>)

¹⁹ Sinclair, s. 286

²⁰ White, s. 213

NRSRO.²¹ Inledningsvis erhöj sju stycken kreditvärderingsinstitut medlemskap men genom sammanslagningar dem emellan återstod endast tre stycken – de nuvarande tre dominerande aktörerna. Det dröjde till år 2003 innan ett nytt fjärde kreditvärderingsinstitut erbjöds medlemskap i NRSRO.²² En anledning till den rådande marknadsstrukturen med en monopolliknande situation går därmed att finna i denna artificiella barriär.²³

2.2 Kreditvärderingsinstitut

Det finns idag ca 150 stycken kreditvärderingsinstitut men branschen är dominerad av tre aktörer som tillsammans delar på 95 % av marknaden.²⁴ Standard & Poor's rating Services och Moody's Investor Service har ungefär 40 % var och Fitch Ratings 15 %.

Kreditvärderingsinstitutet bidrar till att sänka kapitalkostnaderna eftersom kreditbetygen minskar informationsasymmetrierna bland marknadsaktörer och förstärker känslan av säkerhet att låntagaren ska fullgöra sina förpliktelser.²⁵

2.2.1 Ersättningsmodell

Som förklaras mer ingående nedan, utgör kreditvärderingar så kallade kollektiva nyttigheter. Eftersom denna form av tjänster kan återkonsumeras helt utan marginalkostnad när de väl har producerats, är kollektiva nyttigheter ofta förenade med problem med aktörer som åker snålskjuts, ofta benämnt *free riders*.²⁶ För hela kreditvärderingsbranschen innebär detta en utmaning att hitta en ersättningsmodell som accepteras och samtidigt genererar vinst.

I detta avseende blir en kort historisk tillbakablick nödvändig. Från de första kreditbetygen år 1909 fram till tidigt 1970-tal bestod kreditvärderingsinstitutens

²¹ Bolton, Freixas och Shapiro, s. 87

²² White, s. 222

²³ Alcubilla och del Pozo, s. 4

²⁴ De Haan och Amtsenbink, s. 3

²⁵ Betänkande om kreditvärderingsinstitutens roll och metoder (2003/2081(INI)), p. 2

²⁶ Becker, s. 4

inkomster främst av prenumeranternas avgifter för manualerna.²⁷ Annorlunda uttryckt var det därmed de potentiella investerarna som betalade för kreditvärderingarna, en modell som kallas *investor pays*. Ersättningsmodellen byggde på en respekt för kreditvärderingsinstitutens upphovsrätt till manualerna och missbruk förekom endast i mindre omfattning genom andrahandsförsäljning.²⁸ Det finns två huvudsakliga förklaringar till övergången till *issuer pays*, som motsatsvis innebär att utfärdaren betalar för kreditvärderingen. Den tekniska utvecklingen innebar dock ett förändrat läge. Genom spridningen av billig fotokopiering blev ersättningsmodellen där investeraren betalar ohållbar.²⁹ Den andra, helt fristående, förklaringen är det ökande användandet av kreditbetyg i regleringssyfte.³⁰ Ett sådant utnyttjande av hänvisningar till kreditbetyg förutsätter tillgänglighet för finansmarknadens aktörer, vilket också är varför detta system råder än idag. Det förekommer att kreditvärderingsinstituten tar ut prenumerationsavgifter av användare, men merparten av deras intäkter kommer från emittenterna.³¹

2.3 Kreditvärderingar

I artikel 3 av CRA III används följande definition av kreditbetyg:

en bedömning av kreditvärdigheten hos en enhet, en skuld eller finansiell förpliktelse, räntebärande värdepapper, preferensaktier eller andra finansiella instrument, eller en emittent av en skuld eller finansiell förpliktelse, räntebärande värdepapper, preferensaktier eller andra finansiella instrument, som genomförs med hjälp av ett etablerat och definierat rangordningssystem med olika betygs kategorier

Kreditvärderingar utfärdas av kreditvärderingsinstituten i syfte att ge ett omdöme om kreditvärdigheten för en viss emittent eller ett visst finansiellt instrument. Kreditvärderingar tar sin utgångspunkt i kreditrisken som kan beskrivas som ”risken för att låntagaren inte uppfyller sina åtaganden mot

²⁷ White, s. 214

²⁸ Becker, s. 5

²⁹ White, s. 214

³⁰ Becker, s. 5

³¹ Undantag från detta förekommer exempelvis hos mindre, mer specialiserade företag vars kreditbetyg inte frekvent används i privata avtal eller regelverk och som inte går att ta reda på enkelt utan att betala avgifter (källa: Becker)

bankerna vad gäller betalning av räntor och amorteringar på avtalad tid”.³² Det är i detta avseende viktigt att poängtera att ett kreditbetyg däremot inte tar sikte på andra risker såsom marknadsrisken (risken att prisutvecklingen är ogynnsam) eller likviditetsrisken (risken att en säkerhet eller tillgång inte kan bli realiserad tillräckligt snabbt för att förhindra en förlust).³³

Verksamheten kan delas in i de två huvudgrenarna *issuer ratings* och *instrument ratings*. Den förstnämnda kategorin bedömer sannolikheten av att en emittent generellt sett inte klarar av att uppfylla sina finansiella åtaganden och den sistnämnda hur troligt det är att en specifik skuld eller ett specifikt ränteinstrument inte uppfyller sina åtaganden.³⁴

Genom att utfärda ett betyg som sträcker sig från ”AAA” eller ”Aaa” för de högst rankade, till ”D” för de som bedöms ha lägst kreditvärdighet, meddelar instituten oberoende bedömningar som ger investerare en indikation av risknivå.

De senaste årtiondenas tillväxt och utveckling av de globala finansiella marknaderna har främjats av kreditvärderingsinstitutens verksamhet. Tillgången till tydliga, internationellt gångbara riskindikatorer har varit avgörande för investeringar i internationella värdepapper och finansiella instrument vars kreditvärdighet endast med svårhet kan bedömas av investerarna på egen hand.³⁵ Särskilt bedömningen av finansiella instrument kräver specifik kunskap och är tidskrävande, vilket gör kreditvärderingsinstitutens kreditbetyg till ett attraktivt alternativ.³⁶ Genom att kreditbetygen publiceras görs kreditinformationen allmänt tillgänglig vilket minskar mängden dubbelarbete. Grundidén är ett enkelt och lättförståeligt system som skulle möjliggöra för investeringar i internationella värdepapper utan någon direkt kännedom därom hos investeraren.³⁷

³² SOU 1998:160, s. 196

³³ De Haan och Amtenbrink, s. 3

³⁴ Meddelande 2006/C 59/02, avsnitt 2.1

³⁵ Utzig, s. 1

³⁶ de Haan och Amtenbrink, s. 6

³⁷ Becker, s. 3

Den information som kreditinstituten förmedlar genom kreditvärderingar är vad som inom den ekonomiska doktrinen kallas kollektiv nytthet. Innebörden av begreppet ger för handen att kreditvärderingar är en nytthet vars användning av en person inte begränsar dess användning av någon annan. Motsatsvis kan sägas att insamlandet av information och efterföljande analys därav är ett slöseri för ekonomin som helhet om det sker två gånger.³⁸ Genom publicerandet av ett kreditbetyg kan investerare, kunder, leverantörer och avtalsparter bedöma kreditvärdigheten hos ett företag eller avseende en emittent av ett skuldinstrument utan att egenhändigt behöva repetera arbetet. På detta sätt nyttomaximeras resurserna i det finansiella systemet.³⁹

Enligt en rapport av Bank of England finns det åtminstone tre nyckelfunktioner som utförs av kreditvärderingsinstitut som är till fördel för den internationella finansmarknaden och som därför bör bibehållas.⁴⁰ Den främsta av dessa är att kreditvärderingsinstitut kan bidra till en minskad informationsassymetri mellan investerare och företag på kapitalmarknaden. Denna inneboende assymetri kan avhålla investerare från att tillhandahålla finansiering till företag då det innebär en kostnad att införskaffa nödvändig information om företaget. Det är inte heller alla investerare som har resurser och kompetens för att utföra detaljerade analyser av kreditvärdighet. Slutligen kan det vara omotiverat att genomföra en kostsam kreditvärdering om den tänkta investeringen endast utgör en liten del av investerarens totala portfölj. Detta sammantaget leder till slutsatsen att externa kreditvärderingsinstitut bidrar till att sänka kostnaden för finansiering, något som också förklaras mer ingående i flera rapporter.⁴¹

Vidare framhåller Bank of England i sin rapport kreditvärderingsinstitutens roll som en användbar mekanism för att lösa vissa principal-agent⁴² problem.

³⁸ Becker, s. 4

³⁹ Becker, s. 4

⁴⁰ Financial Stability Report, s. 5

⁴¹ Se exempelvis Baselkommitténs rapport *Credit Ratings and Complementary sources of credit quality information*

⁴² Principal-agentteorin har sin grund i ekonomisk forskning. Dess grundmodell utgår från två parter, agenten och principalen, där problematiken i parternas relation ger upphov till behov av revision och intern kontroll. Principalen delegerar uppgifter till agenten för att den senare ska utföra dem. Problemet är att agenten inte alltid gör vad som är bäst för principalen utan även beaktar vad som är mest fördelaktigt för denne personligen. Principal-agentteorin berör

Många finansiella institutioner och företag är både stora och komplexa i sina strukturer. Detta gör det svårt och kostsamt för långivare att utvärdera soliditeten⁴³ i samband med överväganden om kreditgivning. Kreditvärderingsinstitut utför därför en service till samhället genom att utfärda kreditvärderingar avseende finansiella institutioner, företag, stater samt värdepapper.⁴⁴ Låntagare har ett uppenbart informationsövertag över långivare avseende sin egen kreditvärdighet. Visserligen finns offentlig information såsom årsredovisningar tillgängliga men de utgör inte alltid tillräckligt underlag att basera kreditgivning på. Om investerare inte skulle kunna särskilja låntagare med hög kreditvärdighet från sådana med lägre, skulle de kanske inte erbjuda bättre villkor till den förstnämnda gruppen.⁴⁵ Låntagare med hög kreditvärdighet skulle därmed kunna försvinna från marknaden och leda till lägre jämnviktsläge än om kreditvärdigheten var känd. När kreditvärderingsinstitut ger korrekt information om kreditvärdigheten hos låntagare påverkas priset på krediten och den övergripande marknadseffektiviteten ökar.⁴⁶ För mindre investerare med begränsad möjlighet att företa egna uppskattningar av kreditvärdighet anses externa kreditbetyg särskilt viktiga. Att få en kreditvärdering av ett erkänt kreditvärderingsinstitut kan vara ett viktigt verktyg och en avgörande förutsättning för att signalera kreditvärdighet och därigenom få tillgång till finansiering. Med hjälp av ett bra kreditbetyg kan företaget eller emittenten låna till lägre ränta eller bättre villkor. Motsatsvis kan en nedvärdering leda till högre räntor, ökade amorteringskrav samt krav på ställande av extra säkerheter. Det kan även innebära påföljder kopplade till regulatoriska krav, exempelvis att värdepapperen inte får ingå i institutionella investeringspåföljder. I det praktiska affärslivet används ofta klausuler med kreditvärderingsbetyget som utlösare av vissa verkningar i exempelvis låneavtal.⁴⁷

komponenter såsom egenintresse, asymmetrisk information och kontrakt (Jensen och Meckling)

⁴³ Soliditet är ett finansiellt nyckeltal som anger hur stor andel av tillgångarna som är finansierade med eget kapital, kontra hur stor andel av tillgångarna som är finansierade med lån (så kallat främmande kapital) (Källa: <http://sv.wikipedia.org/wiki/Soliditet> 2014-05-17)

⁴⁴ Ingves, s. 26

⁴⁵ Ingves, s. 26

⁴⁶ Ingves, s. 26

⁴⁷ *Thematic Review on FSB Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*, s. 2

Den roll som kreditvärderingsinstituterna spelade under den senaste finanskrisen visar hur viktiga de är för de globaliserade finansmarknaderna. Kreditvärderingar påverkar emittenters tillgång till kapital, transaktioners struktur och förvaltarens och andra aktörers möjligheter att genomföra en viss investering.⁴⁸ Det kan mot bakgrund av detta konstateras att det är av vikt att kreditvärderingarna är så objektiva och pålitliga som möjligt.

2.3.1 Värderingsmodeller

För att kunna meddela ett omdöme om en emittent eller finansiellt instruments fullgörelseförmåga tar kreditvärderingsinstituterna in information om det berörda företags intäcksströmmar och balansräkning (med särskilt fokus på skuldposter).⁴⁹ Mer specifikt kan sägas att kreditvärdet bestäms genom betygssättning utefter en förutbestämd skala och baseras på kvaliteten av utställarens tillgångar, befintliga skulder, lånehistorik och allmänna omdömen av den underliggande verksamheten. Tidigare ekonomiskt utfall av verksamheten vägs också in i bedömningen.⁵⁰ Inför en betygssättning genomför kreditvärderingsinstitutet en analys av kvantitativa värden främst inriktade mot kapitalstrukturen, lönsamheten samt kassaflöden. Större kreditvärderingsinstitut tar även in kvalitativa data i sina betygssättningar.⁵¹ Till dessa räknas exempelvis branschspecifika risker, konkurrens, omgivning och potentiella omvärldsförändringar.⁵² De kvantitativa omdömena kan baseras på statistik avseende föremålet för kreditvärderingen medan de kvalitativa ofrånkomligen inte kan värderas med siffror.⁵³ Som redan nämnts är kreditbetyget ett mått på hur troligt det är att en viss gäldenär kommer att fullgöra sina förpliktelser vid tiden för fullgörandet, med andra ord sannolikheten för att en viss individuell händelse ska inträffa. Den summerade bedömningen utmynnar i ett kvantifierbart och till viss del jämförbart bokstavs-betyg.⁵⁴ De interna processerna som föregått utfärdandet ser typiskt

⁴⁸ Rapport från Kommissionen till Rådet om genomförbarheten av ett nätverk av mindre kreditvärderingsinstitut, p. 1

⁴⁹ Meddelande 2006/C 59/02, avsnitt 2.1

⁵⁰ Meddelande 2006/C 59/02, avsnitt 2.1

⁵¹ Estrella, s. 12

⁵² Hässel, Norman och Andersson, s. 284

⁵³ Hanqvist, s. 357

⁵⁴ Se tabell i Bilaga A

sett ut som så att chefsanalytikern håller en presentation för en kreditkommitté som sedan tar ställning till kreditvärderingen.⁵⁵

Ett kreditbetyg är ett omdöme som ger en ögonblicksbild av ett företags, en emittents eller ett finansiellt instruments finansiella ställning. Eftersom det bara ger en bild av situationen vid en given tidpunkt måste det kontinuerligt uppdateras och revideras för att inkludera aktuella ekonomiska eller andra för kreditbetyget relevanta händelser.⁵⁶

Kreditvärderingsinstitutens särskilda ställning på marknaden har ansetts rättfärdiga krav på att deras värderingsmodeller håller en viss standard.⁵⁷ I CRA I återfinns följande beskrivning av hur värderingsmodellerna bör vara utformade: *Rigorösa, systematiska, kontinuerliga, validerade på grundval av historiska erfarenheter med utfallstest, välgrundade, ordentligt motiverade och utan kompromisser*⁵⁸. Den EU-rättsliga-regleringen beskrivs mer ingående nedan.

3 Kreditvärderingsinstitutet under finanskrisen

3.1 Bakgrund

Den amerikanska bolånekrisen som inleddes år 2007, spreds snabbt till andra sektorer av de finansiella marknaderna och ledde till en global finanskris. Krisen innebar ett allmänt starkt ifrågasättande av kreditvärderingsinstitutet. Kreditvärderingarna var en väsentlig faktor för uppbyggnaden av kreditrisk i det finansiella systemet före finanskrisen.⁵⁹ Många av de bolånerelaterade förlusterna under 2007 och 2008 avsåg värdepapper med höga eller till och med mycket höga kreditbetyg. I kreditvärderingsprocessen framhävdes inte de särskilda risker som de strukturerade produkternas underliggande tillgångar var förenade med och de framgår inte heller av kreditbetyget. När väl situationen

⁵⁵ Harrington, s. 13

⁵⁶ Meddelande 2006/C 59/02, avsnitt 2.1

⁵⁷ Prop. 2006/07:5, s. 200

⁵⁸ Förordning om kreditvärderingsinstitut, p. 23-24

⁵⁹ Becker, s. 7

uppstod där en stor mängd betalningsunderlåtelser inträffade samtidigt hade den detaljerade informationen om produkternas risker varit central för att identifiera ”giftiga tillgångar” i den stora mängden av strukturerade produkter på marknaden och därefter korrekt prissätta dem. Utan denna information frös istället hela marknaden för strukturerade produkter och den globala finanskrisen var snart ett faktum.⁶⁰

Detta ledde till kritik över hur kreditbetygen tas fram, hur kreditvärderingsinstitutens ersättningsmodeller ser ut och hur kreditbetygen används. En global debatt uppstod och den fördes både kring dessa privata företags roll på de finansiella marknaderna och, i förlängningen, deras relevans för den finansiella stabiliteten i världsekonomin.⁶¹ Följande avsnitt behandlar några av de mest frekventa invändningarna mot kreditvärderingsinstituten.

3.2 Bristande integritet

Den främsta invändningen mot kreditvärderingsinstituten är den modell de tillämpar för betalning.⁶² Som beskrivs i avsnitt 2.2.1 genomgick industrin en genomgripande förändring när den vedertagna *investor pays*-modellen byttes mot *issuer pays*-modellen. Den rådande ordningen är alltså att den som blir värderad även är den som betalar för kreditvärderingen. Ett kreditvärderingsinstituts intresse av att utfärda kreditbetyg som på ett korrekt vis reflekterar sannolikheten av betalningsfullgörelse kommer i konflikt med intresset av att tillfredsställa utställaren tillika den som förser kreditvärderingsinstitutet med intäkter som alltid kommer önska ett högt kreditbetyg.⁶³ Kreditvärderingsinstituten själva avfärdar denna kritik genom att påtala sitt beroende av anseendekapital.⁶⁴ Utan marknads förtroende skulle kreditvärderingarna vara värdelösa då investerare inte skulle förlita sig på dem.

⁶⁰ Pagano och Volpin, s. 404

⁶¹ Alcubilla och del Pozo, s. 27

⁶² Alcubilla och del Pozo, s. 28

⁶³ Alcubilla och del Pozo, s. 28

⁶⁴ de Haan och Amtenbrink, s. 8

Kortsiktiga vinster i form av intäkter från värderingsuppdrag ställs emot den långsiktiga aspekten av anseende på marknaden.⁶⁵

Det finns rapporter avseende 2008-års finanskris som visar på att analytiker i sina utvärderingar tenderade att beakta sin arbetsgivares affärsintresse i att knyta emittenter till sig och att kreditvärderingsinstitutet tenderade att inte vidta åtgärder för att förhindra detta.⁶⁶ Samma rapport visade även att risken för otillbörlig påverkan ökade om kreditvärderingsinstitutet utöver kreditvärderingar, även erbjöd rådgivnings- eller konsulttjänster. Intressekonflikten förvärras om sidotjänsterna genererar betydande intäkter med höga marginaler från en kreditvärderad kund. Det finns ett tydligt incitament för ett kreditvärderingsinstitut att utfärda fördelaktiga kreditbetyg avseende emittenten för att därigenom inte riskera intäkterna som genereras av sidotjänsterna.

Intressekonflikter kan även existera på individnivå. På kreditvärderingsinstitutet är det analytiker som arbetar för att ta fram relevant underlag som chefsanalytikern sedan presenterar för kreditkommittén. I de fall där analytikerna har en koppling mellan lön och värderingarna, äger värdepapper i en enhet under utvärdering, accepterar gåvor av eller har förhoppning om framtida karriärmöjligheter hos en enhet under utvärdering föreligger det uppenbara intressekonflikter. Mot bakgrund härav innehåller kreditvärderingsförordningen särskilda regler som tar sikte på detta.⁶⁷

Begreppet *rating shopping*⁶⁸ innebär att emittenter eller arrangörer av en potentiell strukturerad produkt begär in preliminära kreditvärderingar från flera olika kreditvärderingsinstitut.⁶⁹ Fenomenet är ovanligt avseende företags-, stats- eller kommunobligationer utan aktualiseras främst vid kreditvärderingar av strukturerade produkter.⁷⁰ När ett kreditvärderingsinstituts kriterier är mycket mer lösa än konkurrenternas är effekten av rating shopping starkast. Den

⁶⁵ de Haan och Amtenbrink, s. 8

⁶⁶ Se exempelvis *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*

⁶⁷ Förordning om kreditvärderingsinstitut, bilaga I, avdelning C

⁶⁸ Begreppet har ibland översatts till betygshopping på svenska, se Becker *Kreditbedömningar under finanskrisen – analys och reformalternativ*

⁶⁹ Alcubilla och del Pozo, s. 28

⁷⁰ Adelson, s. 1

bristande integriteten består i att det kreditvärderingsinstitut som erbjuder den bästa kreditvärderingen kommer att bli anlitat för den slutliga kreditvärderingen. Krav på multipla kreditvärderingar utpekas som en lösning på problematiken som kommer att diskuteras vidare i uppsatsens analys.

3.3 Bristande tillförlitlighet

I den efterföljande granskningen av kreditvärderingsinstitutens agerande under finanskrisen framkom ett starkt ifrågasättande av deras förmåga att kreditvärdera strukturerade produkter.⁷¹ Kärnan i kritiken var att kreditvärderingsinstitutet misslyckades med att i tid och på ett korrekt sätt låta de försämrade marknadsförhållandena samt de underliggande tillgångarnas sjunkande värde avspeglas i kreditvärderingarna.⁷²

Detta undermåliga utförande har i stor utsträckning kopplats till avsaknaden av adekvata metoder samt användandet av hypoteser utan tillräcklig verklighetsförankring.⁷³ Ett exempel som illustrerar detta är kreditvärderingarna av vissa strukturerade produkter, exempelvis sådana kopplade till subprimelån⁷⁴. Den begränsade mängden historiska data som fanns tillgänglig om denna förhållandevis nya företeelse medförde en oförmåga hos kreditvärderingsinstitutet att bedöma hur tillgångsreserven skulle påverkas av olika ekonomiska scenarier.⁷⁵

Vidare kunde den efterföljande granskningen konstatera att kreditvärderingsinstitutet saknade grundläggande makroekonomiska modeller för att kunna förutse möjligheten av en global finanskris samt förstå vilken inverkan en sådan skulle ha på deras kreditvärderingar.⁷⁶ Kreditvärderingsinstitutet underskattade därmed vilka systemeffekter en omfattande marknadsnedgång skulle innebära.

⁷¹ Se exempelvis *Report to Congress on Assigned Credit Ratings*

⁷² Alcubilla och del Pozo, s. 28

⁷³ Alcubilla och del Pozo, s. 29

⁷⁴ Ett subprimelån är ett bolån som förekom på den amerikanska husmarknaden och, underblåst av ambitionen att även mindre välbärgade hushåll skulle kunna äga sin bostad, hade getts till låntagare med svag ekonomi och kreditvärdighet (Källa: SOU 2013:6 *Att förebygga och hantera finansiella kriser*, s. 19 ff.)

⁷⁵ Alcubilla och del Pozo, s. 29

⁷⁶ Alcubilla och del Pozo, s. 29

Utöver nämnda brister kunde även konstateras att kreditvärderingsinstitutet inte fäste tillräcklig vikt vid att övervaka och följa upp utfallet av de utfärdade kreditbetygen.⁷⁷ Det iakttogs inte tillräcklig vaksamhet nödvändig för att kunna sänka kreditbetygen i tid utan kreditvärderingsinstitutets fokus verkar snarare ha varit att utfärda nya kreditbetyg. Avdelningarna som var ansvariga för övervakning var sämre bemannade och med lägre kvalifikationer vilket medförde både mindre frekventa samt ytliga utvärderingar av kreditvärderingarna.⁷⁸ Detta faktum var känt på marknaden och många aktörer valde därför att förlita sig på kreditbetyg som var inaktuella och som inte på ett korrekt vis speglade den verkliga kreditrisken.⁷⁹

Ytterligare en aspekt av den bristande tillförlitligheten är paradoxen att investerare snarare tenderar att ha en övertilltro därtill. Detta faktum har i flera rapporter pekats ut som en av de utlösande faktorerna till den senaste finanskrisen.⁸⁰

3.4 Bristande transparens

Avgörande för att investerare ska kunna förstå den verkliga innebörden och värdet av ett kreditbetyg är tillgång till information om deras karaktäristik och begränsningar.⁸¹ Kreditvärderingsinstitutet avslöjade varken detta eller tillhandahöll tillräcklig information angående de för värderingsmodellerna avgörande antagandena.⁸²

Användandet av samma betygsskala för strukturerade produkter som för traditionella emittenter och enheter är en faktor som ofta lyfts fram när kreditvärderingsinstitutets bristande transparens diskuteras. Värdepapperisering är en utveckling baserad på utgivande av värdepapper som grundas i kasseflödet från en annan underliggande tillgång. Det är mot

⁷⁷ Alcubilla och del Pozo, s. 29

⁷⁸ *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*, s. 3

⁷⁹ Alcubilla och del Pozo, s. 29

⁸⁰ Se exempelvis IMF *The systemic regulation of credit rating agencies and rated markets*

⁸¹ Alcubilla och del Pozo, s. 30

⁸² *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*, s. 2

bakgrund av denna beskrivning mindre lämpligt att dra snabba jämförelser med traditionella skulder. Den gemensamma skalan avseende kreditvärderingarna medförde dock att många mindre sofistikerade investerare gjorde just detta utan medvetenhet om de strukturerade produkternas generella högre risk som därav inte lika tydligt framgick.⁸³

3.5 Bristande konkurrens

Mot bakgrund av bland annat marknadens krav på uppvisande av tidigare goda resultat i kreditvärderingar är inträdeströsklarna till kreditvärderingsbranschen särskilt höga. Detta är sammankopplat till det ovan beskrivna kravet på tillförlitlighet som är avgörande för att emittenter ska välja att anlita ett särskilt kreditvärderingsinstitut. De tre dominerande aktörerna har över hundra års erfarenhet vilket skapar en inläsningseffekt där deras tjänster anlitas mest frekvent på grund av deras omfattande erfarenhet till priset av höga inträdeströsklar för nya aktörer.

Det finns flera studier som visar på att den begränsade konkurrensen i kreditvärderingsbranschen bidrar till att accentuera problemområdena ovan. Bland annat ESME publicerade en rapport i juni 2008 där en av slutsatserna var att marknadens oligopolliknande struktur kan ha bidragit till finanskrisen.⁸⁴ ESME konstaterar i rapporten inget stöd för tesen att högre konkurrens hade materiellt förändrat kreditvärderingsinstitutens roll i finanskrisen. Däremot kunde det konstateras att en större mångfald avseende åsikter och tankesätt hade åtminstone öppnat upp för möjligheten till såväl tidigare insikter som kommunikering av strukturerade produkters underliggande brister till marknaden.⁸⁵

Problemet förvärras av att marknadens dominerande aktörer beskylls för illojal konkurrens genom så kallad *notching*. Fenomen aktualiseras enbart på marknader med monopolstruktur och innebär att kreditvärderingsinstitutet

⁸³ Alcubilla och del Pozo, s. 30

⁸⁴ Se *Role of Credit Rating Agencies*, ESME's report to the European Commission (ESME-rapporten framöver)

⁸⁵ ESME-rapporten, s. 11

sänker eller hotar att sänka ett kreditbetyg på en strukturerad produkt om de inte anlitas även för värderingen av den underliggande säkerheten eller tillgången.⁸⁶ Detta innebär sammantaget att konkurrensen på marknaden för kreditvärderingar riskerar att försämrats ytterligare.

Det finns dock även rapporter som antyder att ökad konkurrens inte nödvändigtvis skulle medföra positiva effekter på kreditvärderingarna. Becker och Milbourn kommer i sin analys av effekterna av Fitch's starka framväxt under 1990-talet till slutsatsen att konkurrens troligtvis försvagar incitamenten för kreditvärderingsinstitutet att värna om sitt anseende, vilket i förlängningen underminerar kvalitén på kreditvärderingarna.⁸⁷

I Kommissionens konsekvensanalys inför framläggandet av förslaget till CRA III inkluderades en kortare analys av marknads bristande konkurrens. Slutsatsen var att förslaget registreringsförfarande indirekt skulle öka konkurrensen då mindre kreditvärderingsinstitut skulle kunna få ett officiellt erkännande av sin förmåga att utfärda kreditvärderingar.⁸⁸

4 Globala initiativ

4.1 International Organization of Securities Commissions

Den internationella organisationen IOSCO grundades år 1983 med syfte att skapa ett forum för samarbete mellan myndigheter för värdepapperstillsyn.⁸⁹ IOSCO utvecklar, implementerar och verkar för en global anslutning till de internationellt erkända standarderna avseende värdepapperslagstiftning. Arbetet utförs efter tre övergripande mål: att skydda investerare, tillförsäkra att marknaden är rättvis, effektiv och transparent samt att minska systemrisken.⁹⁰

⁸⁶ Alcubilla och del Pozo, s. 31

⁸⁷ Becker och Milbourn, *How did increased competition affect credit ratings?*

⁸⁸ EU-kommissionens konsekvensanalys inför CRA III

⁸⁹ Information hämtad från <http://www.iosco.org/about/> (2014-07-24)

⁹⁰ IOSCO-principerna, s. 3

IOSCO-principerna avseende kreditvärderingsinstitut publicerades i september 2003 och kan ses som ett komplement till organisationens kärnprinciper och mål avseende värdepapperslagstiftning.⁹¹ I arbetet med att ta fram principerna framhölls att både reglering och organisation av kreditvärderingsinstitut skiljer sig väsentligt åt i de olika jurisdiktionerna.⁹² Principerna fick därmed hållas på en övergripande nivå för att kunna tillämpas på samtliga kreditvärderingsinstitut och i samtliga länder. Systematiken följer en indelning i fyra huvudsakliga mål;

- Kvalitet och integritet i kreditvärderingsprocessen
- Främja oberoende och motverka intressekonflikter
- Transparens och tidpunkt för offentliggörande av kreditbetyg
- Konfidentiell information

Målen är i sin tur indelade i totalt 18 stycken mer specifika principer. För att ge läsaren en uppfattning om hur dessa är utformade, följer här en princip från avsnittet om oberoende och intressekonflikter som även är av relevans för uppsatsens analys:

Reporting lines for CRA staff and their compensation arrangements should be structured to eliminate or effectively manage actual and potential conflicts of interest. A CRA analyst should not be compensated or evaluated on the basis of the amount of revenue that a CRA derives from issuers that the analyst rates or with which the analyst regularly interacts⁹³.

Drygt ett år efter publicerandet av IOSCO-principerna höjdes röster från marknadsdeltagare om behovet av en mer detaljerad kod för vägledning om hur IOSCO-principerna i praktiken skulle implementeras.⁹⁴ IOSCO-koden togs fram i ett projekt där bland annat IOSCO-medlemmar, kreditvärderingsinstitut, BCBS och emittenter samarbetade för att ta fram en sådan vägledning. Koden stadgar att kreditvärderingsinstituten ska införa interna uppförandekoder efter

⁹¹ Objectives and Principles of Securities Regulation

⁹² Alcubilla och del Pozo, s. 36

⁹³ IOSCO-koden, princip 2.4

⁹⁴ Alcubilla och del Pozo, s. 38

dess förebild.⁹⁵ I övrigt råder flexibilitet och självbestämmande att avgöra vilka åtgärder som är nödvändiga beroende på särskilda organisatoriska och legala förhållanden.⁹⁶

Det finns inga sanktioner knutna till denna självreglering, utan regelverket tillämpar principen om "följ eller förklara".⁹⁷ Kreditvärderingsinstitutet är skyldiga att publicera sina interna uppförandekoder samt i anslutning därtill förklara på vilket vis de uppfyller eller inte uppfyller IOSCO-koden. Med detta förfarande skapade man en ventil genom vilken kreditvärderingsinstitutet genom att avvika kunde anmärka på mindre lämpliga regler och därigenom eventuellt reformera reglerna.⁹⁸ År 2006 meddelade Kommissionen att CESR skulle övervaka efterlevnaden av IOSCO-koden och årligen rapportera till Kommissionen.

I uppföljningsarbetet av IOSCO-koden undersöktes sedermera vilka bestämmelser som kreditvärderingsinstitutet hade valt att avvika ifrån samt till vilken grad.⁹⁹ Utfallet av undersökningen var att IOSCO-koden hade haft stort genomslag och att majoriteten av kreditvärderingsinstitutet hade implementerat uppförandekoder som till och med var mer långtgående och omfattande.¹⁰⁰ Det fanns dock förbättringsutrymme och detta iaktogs i 2008-års reviderade version av IOSCO-koden. Den globala finansmarknaden hade sedan december år 2004, då den ursprungliga IOSCO-koden publicerades, sett en finanskris med efterföljande recessioner. Som redan nämnts har det i flertalet granskande rapporter konstaterats att kreditvärderingsinstitut bär en del av skulden för uppseglandet av den amerikanska bolånekrisen som sedan utvecklades till den globala finanskrisen. Den reviderade versionen av IOSCO-koden kom mot bakgrund av dessa insikter att innehålla betydande ändringar syftande till att stärka bestämmelserna som strukturerade produkter.¹⁰¹

⁹⁵ I IOSCO-koden anges att "*To help achieve the objectives outlined in the CRA Principles, which should be read in conjunction with the Code Fundamentals, CRAs should adopt, publish and adhere to a Code of Conduct containing the following measures:*" vilket sedan efterföljs av principerna

⁹⁶ Alcubilla och del Pozo, s. 38

⁹⁷ IOSCO-principerna, 4.1

⁹⁸ Alcubilla och del Pozo, s. 39

⁹⁹ *Review of implementation of the IOSCO fundamentals of a code of conduct for credit rating agencies*

¹⁰⁰ Alcubilla och del Pozo, s. 39

¹⁰¹ Alcubilla och del Pozo, s. 39

Slutligen kan nämnas att även om IOSCO-koden riktar sig till kreditvärderingsinstitut har den använts av nationella lagstiftare som bas för tillsynssystem.¹⁰² Genom Basel III erhöll koden även erkännande som de internationella riktlinjerna för kreditvärderingsinstitutens uppförandekod.¹⁰³

4.2 Financial Stability Board

FSB grundades efter 2009-års G20-möte och är ett internationellt organ som övervakar och utfärdar rekommendationer för det globala finansiella systemet.¹⁰⁴ Styrelsen består av G20-länderna och Europeiska kommissionen.

När FSB sammanställde sin första rapport efter det att den globala finanskrisen blivit ett faktum, uppmärksammades särskilt att vissa institutionella investerare hade fäst för mycket tillit till kreditvärderingar i sina investeringsriktlinjer och investeringsbeslut.¹⁰⁵ FSB menade att det faktum att det i lagstiftning finns hänvisningarna till kreditbetyg kan ha bidragit till denna överdrivna tilltro. Därigenom invaggas investerare i en falsk trygghet och uppmuntras inte att självständigt granska vad kreditbetygen faktiskt innebär.¹⁰⁶ Styrelsens rekommendation till nationella myndigheter och lagstiftare var att granska lagstiftning och tillsyn utifrån frågeställningen om kreditvärderingar genom lagstiftningshänvisningar oavsiktligt får en godkändstämpel från lagstiftaren.¹⁰⁷

Under G20-mötet i Toronto i juni 2010, och därmed efter införandet av kreditvärderingsförordningen som kommer att redogöras för under avsnitt 4, insisterade ledarna på att FSB skulle ta fram generella principer för att minska både lagstiftares och investerares beroende av kreditbetyg.¹⁰⁸ Som respons på denna uppmaning publicerade FSB i oktober samma år de så kallade FSB-principerna.¹⁰⁹ Genom att införa incitament för att öka omfattningen av självständiga kreditbedömningar syftar principerna till att fungera som en

¹⁰² Alcubilla och del Pozo, s. 40

¹⁰³ Basel III, section A, Chapter 2, number 15

¹⁰⁴ Information hämtad från <http://www.financialstabilityboard.org/about/overview.htm>

¹⁰⁵ FSB *Credit Risk Transfer – Developments from 2005 to 2007*, s. 2

¹⁰⁶ Alcubilla och del Pozo, s. 42

¹⁰⁷ Alcubilla och del Pozo, s. 42

¹⁰⁸ Alcubilla och del Pozo, s. 43

¹⁰⁹ *Principles for reducing reliance on credit rating agency ratings* (FSB-principerna framöver)

katalysator för en signifikant ändring av nuvarande metoder och i förlängningen därav minska kreditvärderingsinstitutens inflytande på de finansiella marknaderna.¹¹⁰ Principerna kan något förenklat sägas uppmana till översyn av hänvisningar till kreditbetyg och riktas mot banker, investeringsförvaltare, centralbanker, tillsynsmyndigheter, lagstiftare, institutionella investerare och marknadsdeltagare som särskilt använder kreditbetyg i privata avtal.¹¹¹

I en rapport till G20 konstaterade FSB i februari 2012 att arbetet med att minska beroendet av kreditvärderingar gick för långsamt och att bättre samordning behövdes.¹¹² Mot bakgrund av rapporten publicerade FSB i november samma år en plan¹¹³ för att påskynda implementeringen av FSB-principerna.¹¹⁴ Genom en strukturerad inventering av samtliga hänvisningar till kreditbetyg i nationell lagstiftning kombinerat med handlingsplaner för nationella myndigheter, syftade FSB-planen till att utgöra ett viktigt steg mot en minskat beroende av kreditbetyg.¹¹⁵ För att följa upp arbetet bestämdes att särskilda utvärderingar, så kallade thematic peer reviews ska genomföras kontinuerligt och en uttalad tidsplan upprättades.¹¹⁶

5 EU-rättslig reglering

5.1 Regleringens framväxt

I samband med det amerikanska energibolaget Enrons kollaps år 2001 kom kreditvärderingsinstitut, som först fyra dagar innan bolaget gick i konkurs sänkte dess kreditbetyg till *speculative grade*¹¹⁷, att bli föremål för debatt.¹¹⁸ I slutet

¹¹⁰ FSB-principerna, ingress

¹¹¹ FSB-principerna, princip I – III.5.a.

¹¹² FSB *Report to the G20 Ministers and Governors on reducing reliance on credit rating agency (CRA) ratings*

¹¹³ Originaltexten benämner publikationen *roadmap* varpå jag valde översättningen FSB-planen

¹¹⁴ FSB-planen, s. 1

¹¹⁵ FSB *Thematic Review on FSB Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*, s. 1

¹¹⁶ *Thematic Review on FSB Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*, s. 1

¹¹⁷ Speculative grade innebär att investeringen är riskfylld, se tabell 2 i Bilaga A

¹¹⁸ Se exempelvis *Rating the Raters: Enron and the Credit Rating Agencies*, United States Congress Senate Committee on Governmental Affairs

av år 2003 briserade Parmalatskandalen och inom EU inleddes i mars 2004 ett samarbete mellan Europaparlamentet, Kommissionen och medlemsstaterna i syfte att kartlägga de viktigaste regleringsfrågeställningarna inom sektorn för kreditvärderingsinstitut. Efter ett betänkande från utskottet för ekonomi och monetära frågor utfärdade Europaparlamentet en resolution om kreditvärderingsinstitutets roll och metoder.¹¹⁹ Parmalatskandalen till trots, är inställningen till kreditvärderingsinstituten inte märkbart försämrade.

Europaparlamentet konstaterar att enskilda fall av misslyckanden, särskilt när orsaken är bedrägeri, i sig inte utgör något belegg för kreditvärderingsinstitutets misslyckande eftersom kreditvärderingen endast återspeglar möjligheten eller sannolikheten för uteblivna lånebetalningar. Systemet kan endast sägas ha misslyckas om antalet sådana fall avviker markant från riktmärket för denna kreditvärderingsklass eller om grunderna till misstankarna om bedrägeri i vissa flagranta fall var för tydliga för att kunna förbises.¹²⁰

Europaparlamentet tillbakavisar uttryckligen varje försök till reglerande ingrepp i innehållet av kreditvärderingarna och fortsätter med att ange att det råder svårhet i att dra en skiljelinje mellan reglering av processer och reglering av innehåll och åsikter. Därför resulterade resolutionen i en uppmaning till Kommissionen att ta fram ett underlag att tjäna till grund för ställningstagandet i lagstiftningsfrågan. Kommissionen rådfrågade CESR i frågan som kom med rekommendation att för tillfället inte införa någon reglering för kreditvärderingsbranschen.¹²¹ Istället föreslogs införande av en särskild granskningsprocess av kreditvärderingsinstitutets implementering av IOSCO-koden.¹²²

Som en följd av FSAP följde därefter en period av intensiva lagstiftningsåtgärder inom finansmarknaderna som hade stora implikationer för kreditvärderingsinstituten.¹²³ De tre direktiv som kommissionen framhåller i sin redogörelse av regleringsstrategin avseende kreditvärderingsinstitut är

¹¹⁹ Förslag till Europaparlamentets resolution om kreditvärderingsinstitutets roll och metoder (2003/2081(INI))

¹²⁰ Förslag till Europaparlamentets resolution om kreditvärderingsinstitutets roll och metoder (2003/2081(INI)), p. 3

¹²¹ CESR's technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies, CESR/05~139b

¹²² Utzi, s. 8

¹²³ Meddelande COM (1999) 232

Marknadsmissbruksdirektivet¹²⁴, Kapitäläckningsdirektivet¹²⁵ samt MiFID^{126, 127}. IOSCO hade dessutom sedan utfärdandet av resolutionen publicerat uppförandekoden för kreditvärderingsinstitut. Kommissionen kom i sitt svar till rådet och parlamentet fram till att det inte var nödvändigt att införa en särskild reglering av kreditvärderingsinstitut.¹²⁸ Motiveringen löd att IOSCO-koden i kombination med den befintliga allmänna EU-rättsliga finansmarknadsregleringen ansågs utgöra tillräcklig kontroll. En av de centrala principerna bakom programmet *Bättre lagstiftning*¹²⁹ var att lagstiftningsåtgärder endast ska vidtas när de är absolut nödvändiga för allmänna offentliga strategimål. Kommissionen avslutade dock sin skrivelse med att särskilt uppmärksamma att kreditvärderingarnas kvalitet borde höjas, att en mer öppen kreditvärderingsprocess borde implementeras samt att kreditvärderingsinstituten måste vidta ytterligare ansträngningar för att bibehålla sitt oberoende.¹³⁰

Inställningen till lagstiftningsåtgärder på EU-nivå ändrades efter 2008-års finanskris. Att kreditvärderingsinstituten bar en del av ansvaret för den globala krisen där utgivare av obligationer, såsom Freddie Mac, Fannie Mae och Lehman Brothers, behöll höga kreditbetyg fram till kort tid före de omtalade konkurserna, har konstaterats i flera rapporter.¹³¹ Kreditvärderingsinstitutens roll under finanskrisen behandlas särskilt i avsnitt 3. I november 2008 hölls ett G20-möte i Washington D.C. i syfte att tillförsäkra att samtliga finansiella institut, produkter och marknader framgent skulle omfattas av reglering och tillsyn såväl inom EU som på global nivå.¹³²

¹²⁴ Europaparlamentets och Rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (MAD)

¹²⁵ Europaparlamentets och Rådets direktiv 2006/49/EG av den 14 juni 2006 om kapitalkrav för värdepappersföretag och kreditinstitut (CRD) (EUT L 177/201, 30.6.2006)

¹²⁶ Europaparlamentets och Rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument (MiFID) (EUT L 145/1, 30.4.2005)

¹²⁷ Meddelande 2006/C 59/02, avsnitt 3.1

¹²⁸ Meddelande 2006/C 59/02, avsnitt 4

¹²⁹ Kommissionens meddelande till europaparlamentet, rådet, europeiska ekonomiska och sociala kommittén och regionkommittén: om genomförande av gemenskapens Lissabonprogram: en strategi för förenkling av lagstiftningen COM (2005) 535

¹³⁰ Meddelande 2006/C 59/02, avsnitt 4

¹³¹ Se exempelvis de Larosiére-rapporten samt *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*

¹³² Memo/13/571, s. 1

EU-kommissionen uppdrog åt en högnivågrupp att utreda och presentera ett förslag till reglering och tillsyn av kreditvärderingsinstitutet.¹³³ de Larosièrereporten kom till slutsatsen att lagstiftning var nödvändig för att åtgärda de problem man identifierat och tillskrivit kreditvärderingsinstitutet i samband med finanskrisen.¹³⁴ Den ursprungliga förordningen om kreditvärderingsinstitut (CRA I) trädde i kraft i december 2009 och huvudsyftet var att bidra till att höja kvaliteten på de kreditbetyg som utfärdas i unionen.¹³⁵ Den ledande ambitionen var att kreditvärderingsverksamheten skulle komma att utövas i enlighet med principerna om integritet, transparens, ansvar och goda styrelseformer.¹³⁶ I ingressen till förordningen beskrivs skälen till regleringen i följande ordalag;

Kreditvärderingsinstitutet anses för det första ha misslyckats med att tillräckligt tidigt låta de förvärrade förhållandena på marknaden återspeglas i kreditbetygen, och för det andra ha misslyckats med att anpassa sina kreditbetyg i tid efter det att krisen på marknaden hade förvärrats. Detta misslyckande kan bäst korrigeras genom åtgärder som rör intressekonflikter, kreditvärderingarnas kvalitet, möjligheterna att överblicka kreditvärderingsinstitutets verksamhet samt deras interna företagsstyrning och övervakningen av deras verksamheter. Användarna av kreditbetyg bör inte ensidigt förlita sig på dem, utan de bör lägga ner största omsorg på egna analyser och fortlöpande genomföra en tillfredsställande "due diligence" beträffande dessa värderingars tillförlitlighet.¹³⁷

Den ursprungliga förordningen har efterföljts av två ändringsförordningar, CRA II respektive CRA III. Förordningen och ändringsförordningarna beskrivs mer ingående under avsnitt 5.3.

5.2 Regleringens begreppsmässiga ram

Den EU-rättsliga regleringen av kreditvärderingsinstitut kan beskrivas som en pyramid med flera nivåer. Som illustreras av figur 1 har EU, i syfte att implementera FSB-principerna, vidtagit regleringsåtgärder i form av ramverk som täcker ett brett område där både lagstiftning och tillsyn aktualiseras.

¹³³ de Larosièrereporten

¹³⁴ de Larosièrereporten, avsnitt 66

¹³⁵ Förordning om kreditvärderingsinstitut, art. 1

¹³⁶ Förordning om kreditvärderingsinstitut, p. 1

¹³⁷ Förordning om kreditvärderingsinstitut, p. 10

Implementering av FSB-principerna innebär en uttalad målsättning att minska överutnyttjandet av referenser till kreditbetyg i lagstiftning.¹³⁸

Överst i pyramiden återfinns den så kallade CRA-regleringen innefattande förordning om kreditvärderingsinstitut och dess efterföljande ändringsförordningar. Förordningen innehåller de grundläggande principerna bakom målsättningen att minska beroendet av kreditvärderingar och bygger till stor del på bestämmelser i IOSCO-koden.¹³⁹ Detta innebär bestämmelser som syftar till att minska företeelsen att investerare mekaniskt förlitar sig på kreditbetyg och inte gör egna bedömningar av kreditrisken.¹⁴⁰

Den andra nivån av reglering som tar sikte på kreditvärderingsinstitut utgörs av den sektorindelade lagstiftningen som tar sikte på finansiella tjänster. Den här nivån täcker både kapitalförvaltning genom ändringar av AIFMD och UCITS-direktivet, såväl som tjänstepensionsinstitut genom ändringar av IORPD. Inom banksektorn har implementeringen av FSB-principerna inneburit införande av särskilda bestämmelser i CRD IV och CRR för att minska beroendet av lagstiftningshänvisningar när det gäller kapitaltäckningskrav. Som ska behandlas ytterligare i uppsatsen innebär detta dock att det fortfarande finns flertalet hänvisningar där kreditbetyg upphöjs till en måttstock för finansiell stabilitet. Slutligen har ändringar även skett inom försäkringssektorn där Solvens II har genomgått liknande förändringar.¹⁴¹

I den tredje nivån av bestämmelser återfinns den befogenhet som har tillskrivits de europeiska tillsynsmyndigheterna. Tillsynsmyndigheterna EBA, ESMA och EIOPA fick genom CRA III en skyldighet att granska sina riktlinjer, rekommendationer och utkast till tekniska standarder för sina respektive ansvarsområden i syfte att säkerställa implementeringen av FSB-principerna.¹⁴² ESMA, EBA och EIOPA, tillsammans benämnda Joint Committee of the European Supervisory Authorities (ESA), publicerade i februari i år en rapport om mekanisk hänvisning till kreditbetyg i ESA's

¹³⁸ *EU action plan to reduce reliance on CRA ratings*, s. 4

¹³⁹ de Haan och Amtenbrink, s. 22

¹⁴⁰ *EU action plan to reduce reliance on CRA ratings*, s. 4

¹⁴¹ *EU action plan to reduce reliance on CRA ratings*, s. 5

¹⁴² Förordning om kreditvärderingsinstitut, art. 5 b

vägledning och rekommendationer.¹⁴³ Värt att framhålla i detta avseende är den definition av ensidig eller mekanisk förlitan som rapporten lanserade:

“It is considered that there is sole or mechanistic reliance on credit ratings (or credit rating outlooks) when an action or omission is the consequence of any type of rule based on credit ratings (or credit rating outlooks) without any discretion.”

Regler med koppling till behöriga sektorsmyndigheter utgör den sista nivån av regler som syftar till att minska överutnyttjandet av referenser till kreditbetyg i lagstiftning. Artikel 5a (2) i CRA III stadgar att behörig sektorsmyndighet ansvarar för tillsyn av kreditvärderingsinstitut och att deras kreditriskbedömningsförfaranden är adekvata. Därutöver nämns särskilt att myndigheterna ska bedöma användningen av hänvisningar till kreditbetyg i avtal och, när det är lämpligt, uppmana dem att motverka effekterna av sådana hänvisningar.

5.3 Förordning nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut

Som en del av EU:s svar på regleringsambitionen beslutad under G20-mötet i Washington D.C., trädde Förordning nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut i kraft i december 2009.¹⁴⁴ Förordningen har genomgått två ändringsförordningar därefter.¹⁴⁵

I förordningens första artikel anges att dess syfte är att införa gemensamma regleringsmetoder för att främja integritet, transparens, ansvar, goda styrelseformer och oberoende för att därigenom bidra till bättre kvalitet på de kreditbetyg som utfärdas inom unionen. Tillämpningsområdet är begränsat till kreditbetyg som offentliggörs eller distribueras till abonnenter, innebärande att bland annat privata kreditbetyg och kreditpoängsystem inte omfattas.¹⁴⁶ Redan i definitionen av vad som anses utgöra ett kreditbetyg avgränsas tillämpningsområdet då investeringsanalyser, investeringsrekommendationer

¹⁴³ *Mechanistic references to credit ratings in the ESAs guidelines and recommendations*

¹⁴⁴ Förordning om kreditvärderingsinstitut

¹⁴⁵ CRA II samt CRA III

¹⁴⁶ Förordning om kreditvärderingsinstitut, art. 2

och andra utlåtanden om ett värde eller ett pris för ett finansiellt instrument eller en finansiell förpliktelse undantas.¹⁴⁷

De två första versionerna av kreditvärderingsförordningen fokuserar på tre huvudområden: registreringsförfarande, krav på verksamhetsdriften samt tillsyn.¹⁴⁸ Registreringskravet är kopplat till en bestämmelse om att endast kreditbetyg utfärdade av kreditvärderingsinstitut som uppfyller detta får användas i rättsligt reglerade sammanhang¹⁴⁹.¹⁵⁰ För att erhålla registrering ska kreditvärderingsinstitutet uppfylla förordningens villkor som även fortlöpande ska efterlevas.¹⁵¹ Så snart registreringsbeslutet lämnats av den behöriga myndigheten i hemmedlemsstaten får det verkan inom hela EU.¹⁵²

Genom kravet på att registrerade kreditvärderingsinstitut uppfyller vissa organisatoriska och operativa krav träffas kreditvärderingsinstitutets verksamhet och drift av förordningen. Bilaga 1 *Oberoende och undvikande av intressekonflikter* är indelad i fyra avsnitt: Organisatoriska krav, operativa krav, regler om kreditvärderingsanalytiker och andra personer som direkt medverkar i kreditvärderingsverksamhet samt regler om presentationen av kreditbetyg och kreditutsikter. Faktiskt förekommande eller möjliga intressekonflikter ska angripas genom ”alla nödvändiga åtgärder”. Detsamma gäller affärsrelationer som berör kreditvärderingsinstitutet, dess ledning, kreditanalytiker, anställda eller andra fysiska personer vars tjänster står till dess förfogande. Bakgrunden till denna vida skrivning är att det har uttalats oro för att maktförhållandena mellan beslutsfattarna i ett kreditvärderingsinstitut kan leda till mindre oberoende i utvärderingsprocessen och det efterföljande kreditbetyget.¹⁵³ Det yttersta ansvaret för att förebygga intressekonflikter åligger kreditvärderingsinstitutets ledning som ska ha ”gott anseende”, en

¹⁴⁷ Förordning om kreditvärderingsinstitut, p. 20

¹⁴⁸ Memo/13/571, s. 2

¹⁴⁹ Definitionen av rättsligt reglerade sammanhang är enligt art. 3.1g: "*användning av kreditbetyg för det specifika ändamålet att följa en bestämmelse i unionslagstiftningen, såsom den genomförs i medlemsstaternas nationella lagstiftning*"

¹⁵⁰ Förordning om kreditvärderingsinstitut, art. 4

¹⁵¹ Förordning om kreditvärderingsinstitut, bilaga II för de upplysningar som ska lämnas i registreringsansökan

¹⁵² För närvarande finns det 38 stycken registrerade institut, se

<http://www.esma.europa.eu/page/List-registered-and-certified-CRAs> för uppdaterade upplysningar

¹⁵³ Hanqvist, s. 364

organisation som inte ”äventyrar oberoendet” och ”lämpliga” riktlinjer och rutiner. Mer detaljerade och handfasta krav återfinns dock i de efterföljande avsnitten. Som exempel kan nämnas kravet på offentliggörande av namnen på de kreditvärderade enheter från vilka kreditvärderingsinstitutet erhåller mer än 5% av sina årliga intäkter.¹⁵⁴ En annan regel som särskilt tar sikte på säkerställande av oberoende är kravet på att minst en tredjedel och minst två av ledamöterna i styrelsen i ett kreditvärderingsinstitut är oberoende ledamöter.¹⁵⁵

Kreditanalytiker och övriga anställda ska enligt förordningen ha ”*tillfredsställande kunskaper och erfarenhet för de uppgifter de tilldelas*”.¹⁵⁶ Eftersom långvariga relationer mellan samma kreditvärderande enheter anses kunna påverka oberoendet hos kreditvärderingsanalytikerna finns det även ett krav på ett ”lämpligt system” för intern rotation.¹⁵⁷ I detta avseende kan något kort nämnas om den kritik som i samband med den senaste finanskrisen riktades mot kreditvärderingsinstitutets värdering av strukturerade finansiella produkter. Utöver den generella övervärdering som senare kunde konstateras, beskyldes kreditvärderingsinstitutet även för att ha tagit en alltför aktiv roll i utformandet av produkterna.¹⁵⁸ I en rapport från SEC framhålls särskilt problematiken med att kreditvärderingsinstitut innan finanskrisen tenderade att ge specifika instruktioner till emittenten av den strukturerade produkten angående hur produkten skulle konstrueras för att erhålla ett visst kreditbetyg.¹⁵⁹ Denna typ av nära kontakter med föremålet för kreditvärderingen anses riskera företagets oberoende och i CRA I intogs därför krav på inrättande av adekvata funktioner med uppgift att upptäcka och rapportera eventuella intressekonflikter.¹⁶⁰

Regleringen av förordningens huvudsakliga föremål – kreditbetygen – har koncentrerats till regler om kreditvärderingsinstitutets metoder, modeller och grundläggande antaganden för dess framtagande.¹⁶¹ För att öka transparensen i värderingsprocessen infördes krav på att alla registrerade

¹⁵⁴ Förordning om kreditvärderingsinstitut, bilaga I avsnitt B, p.2

¹⁵⁵ Förordning om kreditvärderingsinstitut, bilaga 1 avsnitt A, p. 2

¹⁵⁶ Förordning om kreditvärderingsinstitut, art. 7.1

¹⁵⁷ Hanqvist, s. 365

¹⁵⁸ Verständig, s. 13

¹⁵⁹ *Report to Congress on Assigned Credit Ratings*, s. 9 ff.

¹⁶⁰ Förordning om kreditvärderingsinstitut, art. 6

¹⁶¹ Hanqvist, s. 365

kreditvärderingsinstitut måste offentliggöra vilka sådana de tillämpar i sin kreditvärderingsverksamhet.¹⁶² Omfattningen av offentliggörandet av denna materia måste vara tillräcklig för att medge användarna av kreditbetyget att egenhändigt utföra en så kallad *due diligence* i syfte att bedöma huruvida det är tillförlitligt.¹⁶³ För att försäkra att de kreditbetyg som utfärdas bygger på ”en genomgripande analys av all den information som är tillgänglig för kreditvärderingsinstitutet och som är relevant för dess analys inom ramen för dess värderingsmetoder” ålägger det instituten att tillämpa ”lämpliga åtgärder”.¹⁶⁴ ”Tillfredsställande kvalitet” och ”tillförlitliga källor” är andra rekvisit som används i denna grupp av bestämmelser i CRA I. Samtliga skrivningar syftar till att öka tillförlitligheten hos kreditbetygen.¹⁶⁵ Redan utfärdade kreditbetyg ska ses över fortlöpande men minst en gång per år och samma sak gäller för kreditvärderingsinstitutens värderingsmetoder.¹⁶⁶

Parallellt med debatten om införande av reglering avseende kreditvärderingsinstitut pågick en diskussion om organisationen av medlemsländernas tillsynsorgan för finansmarknaden.¹⁶⁷ Diskussionen resulterade i inrättandet av ett övergripande tillsynssystem för den finansiella sektorn. Som en konsekvens av detta blev en omorganisering av de nationella tillsynsmyndigheterna nödvändig.¹⁶⁸ Tre stycken helt nya tillsynsmyndigheter för bank-, försäkrings- och tjänstepensions- respektive värdepapperssektorn (EBA, EIOPA och ESMA) samt ett övergripande samordningsorgan (ESFS) bildades med syfte att övervaka implementeringen av regelverken inom den finansiella sektorn.¹⁶⁹ Denna omstrukturering medförde även att CRA I i vissa

¹⁶² Förordning om kreditvärderingsinstitut, art. 8

¹⁶³ Förordning om kreditvärderingsinstitut, art. 8

¹⁶⁴ Förordning om kreditvärderingsinstitut, art. 8.1

¹⁶⁵ Verständig, s. 17

¹⁶⁶ Förordning om kreditvärderingsinstitut, art. 8.5

¹⁶⁷ Verständig, s. 17

¹⁶⁸ Verständig, s. 17

¹⁶⁹ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 1 093/2010 om inrättande av en europeisk tillsynsmyndighet (Europeiska bankmyndigheten), Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 1 094/2010 om inrättande av en europeisk tillsynsmyndighet (Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten) samt Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 1 095/2010 om inrättande av en europeisk tillsynsmyndighet (Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten)

avseenden behövde modifieras. Den 1 juni 2011 trädde därför en ändring av kreditvärderingsförordningen i kraft – CRA II.¹⁷⁰

I preambeln till CRA II anges att syftet med ESFS var att förbättra den nationella tillsynens kvalitet och enhetlighet bland annat genom att införa ett europeiskt regelverk för finansmarknadsaktörer på den inre marknaden.¹⁷¹ I CRA II utpekas ESMA som det organ som ska ha ansvar för registrering och tillsyn av unionens kreditvärderingsinstitut. I CRA I hade de nationella tillsynsmyndigheterna ålagts registrerings- och tillsynsansvar vilket för svensk del innebar Finansinspektionen.¹⁷² Inget kreditvärderingsinstitut hann dock registreras enligt den svenska lagen innan ansvaret överflyttades till den nya myndigheten.¹⁷³ Detta innebar att tillsyn över kreditvärderingsinstitut blev en av de första verksamheterna på detta område som centraliserades på EU-nivå.¹⁷⁴ Med stöd av CRA II gavs ESMA befogenhet att bland annat återkalla kreditvärderingsinstitutets registrering och tillfälligt förbjuda det från att utfärda kreditbetyg för det fall att kreditvärderingsinstitutet agerar i strid med förordningen.¹⁷⁵ Slutligen kan nämnas att sanktionsavgifter kan meddelas med stöd av artikel 36a i de fall där kreditvärderingsinstitut uppsåtligen eller av oaktsamhet begått någon av de överträdelser som räknas upp i bilaga III som är helt ny i förhållande till CRA I.

Redan fyra och en halv månad efter ikraftträdandet av CRA II lämnade kommissionen ett nytt förslag om ytterligare tillägg till regelverken om kreditvärderingsinstitut.¹⁷⁶ Förslaget hade föregåtts av en omdebatterad resolution av Europaparlamentet där bland annat ett förslag om ett oberoende europeiskt kreditvärderingsinstitut presenterades.¹⁷⁷ I skälen till resolutionen anges uttryckligen att CRA I främst syftade till att åtgärda de mest brådskande

¹⁷⁰ CRA II

¹⁷¹ CRA II, skäl (3)

¹⁷² Genom lagen (2010) om kreditvärderingsinstitut

¹⁷³ Verständig, s. 17

¹⁷⁴ Blair, s. 166

¹⁷⁵ Förordning om kreditvärderingsinstitut, art. 24.1a och art. 24.1b

¹⁷⁶ Kommissionens förslag till Europaparlamentets och Rådets förordning om ändring av förordning (EG) nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut (KOM (2011) 747 slutlig)

¹⁷⁷ Europaparlamentets resolution av den 8 juni 2011 om kreditvärderingsinstitut: framtidsutsikter (2010/2302(INI)) (fortsättningsvis Resolution av den 8 juni 2011)

frågorna samt placera kreditvärderingsinstitutet under tillsyn och reglering.¹⁷⁸ Med ändringsförordningarna införs däremot regler som primärt syftar till att göra kreditvärderingarna mer pålitliga genom att ytterligare begränsa branschens inneboende intressekonflikter.¹⁷⁹ Kreditvärderingsbranschen konstateras vara präglad av grundläggande problem avseende bristfällig konkurrens, oligopolistiska strukturer samt bristande ansvarsskyldighet och transparens. De dominerande kreditvärderingsinstitutet beskrivs i än mer problematiska ordalag mot bakgrund av rådande ersättningsmodell samt överutnyttjandet av externa kreditbetyg i regleringssystemet.¹⁸⁰

Det oberoende europeiska kreditvärderingsinstitutet behandlas särskilt i Kommissionens förslag till den tredje ändringen av CRA I. Efter en grundlig konsekvensanalys har det framgått att ett offentligt finansierat kreditvärderingsinstitut visserligen bär med sig vissa fördelar såsom ökad mångfald på marknaden samt erbjuder ett alternativ till den rådande ersättningsmodellen. Farhågor om intressekonflikter, ifrågasättande av trovärdighet särskilt mot bakgrund av att kreditvärderingsinstitutet skulle komma att utfärda kreditvärderingar av statspapper, medförde dock att Kommissionens förslag inte inkluderade ett europeiskt kreditvärderingsinstitut.¹⁸¹

Förslaget utmynnade sedan i den senaste ändringen av CRA I som trädde i kraft den 20 juni 2013, efter drygt ett års förhandlingar.¹⁸² Förutom införandet av det civilrättsliga ansvar som behandlas särskilt nedan i avsnitt 5.3.1 innehåller CRA III en rad materiella förändringar. För att minska samhörighet avseende ägarförhållandena och därmed minska intressekonflikterna stadgar ändringsförordningen att den som äger mer än fem procent av aktierna i ett kreditvärderingsinstitut inte får äga mer än fem procent av aktierna i ett annat kreditvärderingsinstitut.¹⁸³ Intern rotation infördes redan genom CRA I och med CRA III kom även ett krav på extern rotation i vissa fall. Vid utfärdande

¹⁷⁸ Resolution av den 8 juni 2011, skäl F

¹⁷⁹ Verständig, s. 17

¹⁸⁰ Resolution av den 8 juni 2011, skäl H

¹⁸¹ Kommissionens förslag till Europaparlamentets och Rådets förordning om ändring av förordning (EG) nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut (KOM (2011) 747 slutlig), p. 3.4.9

¹⁸² CRA III

¹⁸³ Förordning om kreditvärderingsinstitut, art. 6a

av kreditbetyg avseende återvärdepapperiseringar¹⁸⁴ får avtal inte ingås för kontinuerliga kreditbetyg avseende samma originator för en längre tidsperiod än fyra år.¹⁸⁵

I CRA III angrips även finansmarknadens påstått överdrivna tilltro till kreditbetyg. Målet med ändringarna av förordningen är att komma åt den slentrianmässiga övertron på kreditbetyg vid bedömningen av tillgångars kreditvärdighet.¹⁸⁶ Medlet för att åstadkomma detta är en skyldighet för vissa finansiella institut att utföra sin egen kreditriskbedömning.¹⁸⁷ Därutöver förbjuds EU:s egna myndigheter från att i riktlinjer hänvisa till kreditbetyg.¹⁸⁸ Genom målsättningen att samtliga unionsrättsliga hänvisningar till kreditvärderingar ska vara borttagna senast den 1 januari 2020 accentueras EU:s inställning till dessa.

5.3.1 Särskilt om det civilrättsliga ansvaret

En av de bidragande faktorerna bakom den senaste finanskrisen var, som redan konstaterats, missvisande kreditvärderingar. Före CRA III hade tredje man som lidit ekonomisk förlust till följd av en vårdslös kreditvärdering endast begränsade möjligheter att kräva det skadevällande kreditvärderingsinstitutet på ersättning för sina förluster. Detta då marknaden för kreditvärderingar typiskt sett innebär att en investerare som i ett investeringsbeslut använt en kreditvärdering som del av sitt beslutsunderlag inte står i en avtalsrelation med kreditvärderingsinstitutet. Detta till trots, nämner Kommissionen i sitt förslag till ändringsförordningen inte ett enda konkret fall i vilket en domstol inte bifallit ett skadeståndsanspråk grundat på en skada åsamkad genom vårdslös kreditvärdering.¹⁸⁹

¹⁸⁴ Finansiella instrument använt av banker för att lyfta ut kreditrisk ur den egna balansräkningen för vidareförsäljning till andra aktörer (källa: Verständig s. 23)

¹⁸⁵ Förordning om kreditvärderingsinstitut, art. 6b

¹⁸⁶ Verständig, s. 20

¹⁸⁷ Förordning om kreditvärderingsinstitut, art. 5a

¹⁸⁸ Förordning om kreditvärderingsinstitut, art. 5b

¹⁸⁹ Kommissionens förslag till Europaparlamentets och Rådets förordning om ändring av förordning (EG) nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut (KOM (2011) 747 slutlig)

Kommissionen anger i motiven till CRA III att något skadeståndsansvar inte kan göras gällande enligt allmänna skadeståndsrättsliga principer.¹⁹⁰ Artikel 35a innehåller därför en skyldighet för medlemsstaterna att införa rättsliga möjligheter för investerare och värdepappersemitter att kunna erhålla skadestånd från det ansvariga kreditvärderingsinstitutet vid fall vårdslös kreditgivning. Avgörande för att det civilrättsliga ansvaret ska aktualiseras är att en överträdelse enligt bilaga III är för handen. Däri återfinns totalt 81 artiklar med överträdelser som kan sorteras in under någon av följande kategorier;

- I. överträdelser som gäller intressekonflikter, organisatoriska eller operativa krav
- II. överträdelser i samband med hinder för tillsynsverksamheten
- III. överträdelser i samband med bestämmelserna om offentliggörande

Utöver att omfattas av någon av dessa, krävs även att överträdelsen varit uppsåtlig eller grovt oaktsam samt kommit att påverka ett kreditbetyg som i sin tur åsamkat investeraren eller emittenten skada.¹⁹¹ Intressant och värt att hålla i minnet i uppsatsens analys, är att ansvaret därmed inte kopplats till felaktiga kreditvärderingar utan överträdelser av förordningen om kreditvärderingsinstitut. Detta innebär att den skadelidande inte behöver visa på att kreditvärderingen på något vis varit felaktig.

6 Analys

6.1 Slutsatser

Denna uppsats har kartlagt det juridiska landskapet som kreditvärderingsinstitut verkar i. Här följer en kort sammanfattning av de slutsatser som kan konstateras av det ovan anförda.

Flertalet av kreditvärderingsbranschens särpräglade drag daterar långt tillbaka. Etablerandet av *issuer pays* som vedertagen ersättningsmodell, de höga

¹⁹⁰ Förordning om kreditvärderingsinstitut, p. 32

¹⁹¹ Förordning om kreditvärderingsinstitut, art 35a

inträdesströklarna och hänvisningar i lagstiftning är alla fenomen som kan spåras till olika händelser i USA.

Även om det globalt finns cirka 150 stycken olika kreditvärderingsinstitut råder en oligopolliknande struktur med tre aktörer som tillsammans delar på omkring 95% av marknaden. Den dominerande ersättningsmodellen är att emittenten av det finansiella instrumentet betalar kreditvärderingsinstitutet för deras kreditbetyg. Detta kan delvis förklaras med att kreditbetyg är kollektiva nyttigheter som är förenade med en påtaglig *free rider*-problematik.

Marknaden för kreditvärderingar har ett särpräglade drag, nämligen beroendet av förtroende och anseende. En kreditvärdering blir i praktiken värdelös om den inte utfärdas av ett kreditvärderingsinstitut för vilket marknaden har förtroende. Förklarat på ett annat sätt kan det sägas att en förutsättning för marknads effektivitet är att investerare kan förlita sig på att kreditvärderingsinstituten genom kreditvärderingen riskerar att mista sitt anseendekapital för det fall att den skulle vara missvisande. Därmed krävs även att den möjliga förlusten av anseendekapital överstiger den möjliga vinst som skulle kunna genereras av utfärdandet av en inkorrekt kreditvärdering. Sett ur det här perspektivet skulle ett efterföljande antagande vara att marknaden automatiskt gör sig av med kreditvärderingsinstitut som inte uppfyller sådana grundläggande kvalitetskrav. Kreditvärderingarnas obligatoriska roll både i lagstiftning och privata avtal innebär dock att kreditvärderingsinstituten kan ses som dörrvakter till finansmarknaden. För att en värdepappersemittent ska nå framgång med en emission förutsätts att minst ett kreditvärderingsinstitut utfärdar goda kreditbetyg avseende värdepappret. Därmed menar jag att det är missvisande att tala om kreditvärderingsinstituten som "beroende" av sitt anseendekapital. Genom hänvisningarna i lagstiftning menar jag att marknadskrafterna har satts ur spel i vissa avseenden då de inte förmår marginalisera branschens underpresterande aktörer. I detta avseende tror jag därför att det med CRA III införda civilrättsliga ansvaret kan fylla en funktion för att genom en disciplinerande effekt återskapa viss del av dessa marknadskrafter.

Kreditvärderingar fyller en viktig funktion på de globala finansiella marknaderna då den inneboende informationsasymmetrin mellan låntagare och långivare därmed delvis motverkas. Tillgången till tydliga, internationellt gångbara riskindikationer har varit avgörande för investeringar i internationella värdepapper och därmed kan konstateras att kreditbetyg är en viktig faktor bakom de senaste årens tillväxt och utveckling. Något förenklat kan sägas att en kreditvärdering är ett omdöme om en viss emittent eller ett visst finansiellt instruments kreditvärdighet. Det kreditvärderingsinstitutet uttalar sig om är risken för att långtagaren inte uppfyller sina åtaganden mot bankerna vad gäller betalning av räntor och amortering på avtalad tid. Kreditvärderingsinstitutet använder likvärdiga, men inte identiska, skalor för att indikera kreditvärdigheten.

Redan år 1983 togs initiativ för ett globalt samarbete mellan myndigheter för värdepapperstillsyn, IOSCO. IOSCO-principerna syftar till att på en övergripande nivå förbättra kvaliteten och integriteten i kreditvärderingsprocessen, öka oberoendet och motverka intressekonflikter, reglera tidpunkt för offentliggörande samt hur konfidentiell information ska hanteras.

Utöver IOSCO-principerna är FSB-principerna relevanta i en framställning om kreditvärderingsinstitutens juridiska landskap. Principerna syftar till att utgöra en katalysator för en påtaglig förändring av nuvarande regleringsteknik innehållande flertalet hänvisningar till kreditbetyg. FSB har ståndpunkten att detta är förenat med negativa effekter och därför måste åtgärdas.

Framväxten av den EU-rättsliga regleringen bör i stor utsträckning analyseras mot bakgrund av kreditvärderingsinstitutets roll i den senaste finanskrisen. Dessförinnan var deras verksamhet i stort sett oreglerad med undantag för vissa bestämmelser i den EU-rättsliga finansmarknadsregleringen och ovan nämnda uppförandekoder. Det faktum att det kunde konstateras att bristfälliga kreditvärderingar spelat en stor roll i den amerikanska bolånekrisen som sedan utvecklades till en global finanskris innebar uttalade krav på reglering.

Den EU-rättsliga regleringen av kreditvärderingsinstitut återfinns i en förordning som efterföljts av två ändringsförordningar. Centrala bestämmelser inkluderar registreringsförfarande, krav på obligatorisk extern rotation, regler för intern styrning och hantering av intressekonflikter och kompetenskrav avseende analytiker.

Den obligatoriska externa rotationen avseende värdepapperiserade finansiella produkter som infördes genom CRA III syftade till att öka kreditvärderingsinstitutens oberoende. Den nämnda bestämmelsen kan i bästa fall leda till förbättrad konkurrens på marknaden då rotationskravet kommer innebära en ökad efterfrågan på de mindre kreditvärderingsinstitutens tjänster. En faktor som talar för detta är att kravet med stor sannolikhet motverkar inlåsningseffekten som följer av att emittenter tvekar inför att byta kreditvärderingsinstitut på grund av farhågan att framkalla tvivel avseende kreditvärdigheten. Frågan är dock om denna effekt överhuvudtaget kommer att uppnås. Anseendekapital är ett ord som ofta nämns i anslutning till kreditvärderingsinstitutens verksamhet. Först då marknaden sätter sin tillit till kreditvärderingarna blir de betydelsefulla. Som behandlades under avsnitt 3.5 om bristande konkurrens medför marknads förtroendeavhängighet ytterligare inträdeshinder för nya aktörer.

Det civilrättsliga ansvar som infördes genom CRA III ger upphov till en rad intressanta juridiska frågor. Införandet motiverades med att skadelidande parten tidigare inte hade någon möjlighet att utkräva skadestånd för den skada som åsamkats genom en vårdslös kreditvärdering. Skadeståndsansvaret infördes genom den senaste ändringen av kreditvärderingsförordningen, CRA III, och formulerades som att överträdelse av vissa särskilt utpekade bestämmelser av vårdslöshet eller grov oaktsamhet och som en investerare baserat sitt investeringsbeslut ska ersättas av kreditvärderingsinstitutet. Som framgått av framställningen ovan saknas empiriskt stöd för att detta varit ett problem i praktiken. Det ska dock inte uteslutas att det får positiva effekter i form av incitament för kreditvärderingsinstituten att öka kvaliteten i sina kreditvärderingar på en marknad som annars till stor del verkar vara drabbad av sin oligopolistiska struktur. Än så länge är det för tidigt att dra några

långtgående slutsatser av det nya skadeståndsansvaret, som inte prövats juridiskt än, men det är mycket troligt att blotta införandet har avskräckande effekter för kreditvärderingsinstituten.

6.2 Minskat inflytande genom ökad reglering?

Med det ovan anförda angående kreditvärderingsbranschen, kreditvärderingar, kreditvärderingsinstitutens roll under finanskrisen, globala initiativ samt den EU-rättslig reglering som underlag följer här en analys av kreditbetyg i lagstiftning. Analysen tar sikte dels på ändamålsenligheten av lagstiftningen avseende kreditvärderingar, dels förekomsten av referenser till kreditbetyg i lagstiftning.

Inledningsvis bör det påminnas om att ett uttalat syfte bakom den EU-rättsliga regleringen är att minska finansmarknadens överdrivna tilltro till kreditvärderingsinstituten och deras kreditvärderingar.¹⁹² Som antyds i underrubriken till denna uppsats, anser jag att en berättigad följdfråga är om kreditvärderingsinstitutens inflytande verkligen kan minska genom ökad reglering.

Lagstiftaren har motiverat reglering av kreditvärderingsinstitut med flertalet empiriska belegg för att de gjort sig skyldiga till en rad ”misslyckanden”. Lagstiftaren har ansett att bästa sättet att komma åt dessa misslyckanden är att reglera intressekonflikter, kreditvärderingarnas kvalitet, möjligheten att överblicka institutens verksamhet samt deras interna företagsstyrning och införa övervakning av deras verksamhet.

I samband med införandet av CRA I uttrycktes farhågor från CESR, FSF och ESME att den omfattande lagstiftningen skulle innebära att investerarnas beroende av, och förlitan på, kreditbetyg skulle öka. Genom den ökade regleringen befarades att investerare skulle få intryck av att värderingar utfärdade av EU-registrerade kreditvärderingsinstitut var mer tillförlitliga.¹⁹³

Regleringen, och särskilt ändringsförordningarna, antyder att

¹⁹² Förordning om kreditvärderingsinstitut, art. 5a

¹⁹³ de Haan och Amtenbrink, s. 33

kreditvärderingsinstitut har att uppfylla en mängd krav vilket skulle kunna ge intrycket att deras kreditvärderingar därmed är tillförlitliga.

Inför den tredje och senaste ändringsförordningen av kreditvärderingsförordningen genomfördes en omfattande konsekvensanalys av EU-kommissionen. En viktig del fråga i analysen var att utreda vilka åtgärder som bör genomföras för att minska beroendet av kreditbetyg. Rapporten ställer upp fyra handlingsalternativ för att minska marknadens överdrivna tilltro till kreditbetyg.¹⁹⁴

- I. Behålla nuvarande strategi
- II. Minskande av beroendet genom att stärka den interna riskhanteringen och verka för användandet av interna värderingsmodeller
- III. Införa krav på att finansiella företag använder mer än ett kreditbetyg
- IV. Öka kraven på transparens för emittenter av strukturerade produkter

Alternativ I avfärdades med argumentet att det är förenat med en hög sannolikhet för att marknadsaktörerna behåller sin överdrivna tilltro till externa kreditbetyg vilket i förlängningen riskerar den finansiella stabiliteten.¹⁹⁵ Det internationella initiativet FSB-principerna lyfts fram som ett visserligen bra initiativ för minskande av beroendet, men ett sådant med flera brister. Att Basel i huvudsak tar sikte på kapitaltäckningskrav för banker innebär att övriga finansiella sektorer fortsatt skulle vara oreglerade. Vidare konstaterades dåvarande situation avseende banksektorn utgöra en fortsatt risk för procyklikalitet på finansmarknaden.

Konsekvensanalysens andra alternativ skulle innebära ett gradvis avlägsnande, förminskande eller ersättande av hänvisningar till kreditbetyg i den EU-rättsliga finansmarknadsregleringen. Alternativet innebär även att framtida hänvisningar i lagstiftning och riktlinjer undviks. Åtgärderna för att uppnå detta inkluderar krav på att finansiella företag stärker sin interna riskhantering genom att utveckla och använda interna kreditbedömningsmodeller.¹⁹⁶ En fördel som tillskrevs detta alternativ var dess säkerställande av internationell

¹⁹⁴ EU-kommissionens konsekvensanalys inför CRA III, s. 24

¹⁹⁵ EU-kommissionens konsekvensanalys inför CRA III, s. 24

¹⁹⁶ EU-kommissionens konsekvensanalys inför CRA III, s. 25

samstämmighet på området. Till nackdelarna räknades den betydande kostnad som den finansiella sektorn därmed skulle nödgas bära. Därutöver befarades att kravet på interna kreditvärderingsbedömningar skulle innebära ett utökat och betungande ansvar för tillsynsmyndigheterna.

Ett införande av krav på att finansiella företag använder mer än ett kreditbetyg, och därmed bedömningar från mer än ett kreditvärderingsinstitut, konstaterades innebära ökad riktighet.¹⁹⁷ EU-kommissionen lyfter i konsekvensanalysen dock fram risken att alternativet innebär negativa effekter för konkurrensen. Investerare befarades, för det fall att obligatorisk extern rotation inte införs parallellt, i större utsträckning anlita de etablerade och dominerande kreditvärderingsinstituten över de mindre.

Slutligen behandlade konsekvensanalysen alternativet att införa krav på emittenter att kontinuerligt offentliggöra finansiell information om den strukturerade produktens underliggande tillgång.¹⁹⁸ Den särskilda problematik som denna form av finansiellt instrument är förenat med har redan behandlats och EU-kommissionen syn avspeglar detta genom denna potentiella särbehandling i lagstiftning. Ett sådant krav skulle möjliggöra för marknadens aktörer att egenhändigt genomföra due diligence och därmed minska beroendet av kreditbetyg.

I utvärderingen av de olika alternativen konstaterades att alternativ II och IV skulle vara mest ändamålsenliga och effektiva samt var kompatibla med varandra. Således inkorporerades åtgärderna genom CRA III i kreditvärderingsförordningen.

Det är knappast ovanligt att en finansiell kris leder till instiftande av omfattande reglering. Att kreditvärderingsinstitutens verksamhet, som av flera rapporter utpekades som en av de bidragande faktorerna bakom den senaste finanskrisen, numera omfattas av reglering istället för den tidigare ordningen med självreglering är därmed inte särskilt förvånande.

¹⁹⁷ EU-kommissionens konsekvensanalys inför CRA III, s. 28

¹⁹⁸ EU-kommissionens konsekvensanalys inför CRA III, s. 28

De senaste åren har förekomsten av hänvisningar i lagstiftning ökat kraftigt. I samband med införandet av kapitalregelverket Basel för banktillsyn kopplades kapitalkraven till tillgångarnas kreditrisk.¹⁹⁹ Även på försäkringsområdet finns liknande hänvisningar till externa kreditbetyg genom Solvens II.²⁰⁰

Det ligger nära till hands att tala om ett klassiskt dilemma: ju fler hänvisningar som görs till kreditbetyg i lagstiftning desto större anledning finns det för att reglera verksamheten. Efter den senaste finanskrisen har dock lösningen på EU-nivå varit tydligt inriktad mot ökad reglering och det är egentligen först efter år 2010 och i samband med FSB-principerna som en motreaktion kunde skönjas.

En aspekt som är viktig att ha som en röd tråd i denna analys är kreditvärderingsinstitutens egna utsagor om sina kreditbetyg, nämligen att de inte är något annat än en kvalificerad åsikt. Mot bakgrund av denna beskrivning ter sig hänvisningar i systemstabilitetsviktiga regelverk som Basel märkliga och som en ytterst olämplig lösning. Även i privata sammanhang och avtal borde investerare och andra marknadsaktörer uppmuntras till att välja lösningar där något annat än ”kvalificerade åsikter” används som utlösare av klausuler med långtgående effekter för transaktioner och affärsrelationer.

Som redan redogjorts för, innebar den senaste ändringen av Kreditvärderingsförordningen ett krav på EBA, EIOPA och ESMA att inte använda några hänvisningar till kreditbetyg i riktlinjer, rekommendationer eller utkast till tekniska standarder i de fall där sådana hänvisningar kan orsaka ensidig och mekanisk förlitan på kreditbetyg.

I den senaste utvärderingen i enlighet med FSB-planen kunde det konstateras att investeringsriktlinjer för penningmarknadsfonder i särskilt stor utsträckning

¹⁹⁹ Reglerna i Baselavtalen är implementerade i unionsrätten genom Europaparlamentets och Rådets direktiv 2013/36/EU av den 26 juni 2013 om behörighet att utöva verksamhet i kreditinstitut och om tillsyn av kreditinstitut och värdepappersföretag (CRD IV) samt Europaparlamentets och Rådets förordning nr 575/2013/EU av den 26 juni 2013 om tillsynskrav för kreditinstitut och värdepappersföretag (CRR)

²⁰⁰ Europaparlamentets och Rådets direktiv 2009/138/EG av den 25 november 2009 om upptagande och utövande av försäkrings- och återförsäkringsverksamhet (Solvens II)

innehåller hänvisningar till, och därmed är beroende av, externa kreditbetyg.²⁰¹ Därutöver framhölls även att den stora majoriteten av banker inom EU använder standardiserade tillvägagångssätt för att beräkna sina kapitaltäckningskrav men att en liten del av deras exponeringar är kopplade till användandet av externa kreditbetyg.²⁰² EBA, EIOPA och ESMA uttalar i anslutning till dessa konstateranden att det är viktigt att minska användandet av kreditbetyg i lagstiftning då det är förknippat med en inneboende risk att skapa störningar på de finansiella marknaderna, minska de positiva effekterna av övriga regulatoriska initiativ samt hota ESA:s mål om finansiell stabilitet.²⁰³ Risken med att i lagstiftning hänvisa till kreditbetyg som en standard avseende kreditrisk är att detta ses som att lagstiftaren bekräftar kreditvärderingsinstitutens legitimitet och leder till att marknadens aktörer sätter för hög tillit till dessa betyg istället för att företa egna bedömningar.

FSB kommer i sin utredning fram till att hänvisningarna i lag kan tas bort först då alternativa lösningar har hittats och kan implementeras på ett säkert sätt. Ingves skriver att han tror att utmaningen i att hitta pålitliga och allomfattande alternativ medför att vi kommer se hänvisningar i lagstiftning ett bra tag framöver.²⁰⁴ White menar att ett avlägsnande av hänvisningar inte är särskilt problematiskt, inte ens i kapitaltäckningsregelverk.²⁰⁵ Han menar att ett avlägsnande inte skulle signalera att det är ”fritt fram” utan snarare att ansvaret för säkra och sunda bedömningar återförs till de finansiella institutionerna dock med övervakning av lagstiftaren.

6.3 Slutord

Hela denna framställning har präglats av stöd för att kreditvärderingsinstitut spelar en avgörande roll på de finansiella marknaderna, lokala som globala.

²⁰¹ *Final report on Mechanistic references to credit ratings in the ESAs guidelines and recommendations*, Annex I s. 20

²⁰² *Final report on Mechanistic references to credit ratings in the ESAs guidelines and recommendations*, Annex I s. 20

²⁰³ *Final report on Mechanistic references to credit ratings in the ESAs guidelines and recommendations*, Annex I s. 20

²⁰⁴ Ingves, s. 31

²⁰⁵ White, s. 250

Inflytandet är knappast begränsat till den naturliga informationsasymmetrin som råder på marknaden, utan sträcker sig till den kvasi-officiella ställning som tillskrivs kreditvärderingsinstitutet genom hänvisningarna till kreditbetyg i regelverk. Kapitäläckningsreglerna utgör en central del av tillsynsverksamheten för finansiella institutioner och har i förlängningen implikationer för den finansiella stabiliteten som helhet. Även om kreditbetyg avseende stater är utanför uppsatsens område, är det relevant för att belysa kreditvärderingsinstitutets omfattande inflytande. Inom detta segment av kreditvärderingar blir inflytandet än mer påtagligt, då en nedvärdering inte bara innebär implikationer på den finansiella marknaden utan för staten som helhet.

Den senaste finanskrisen visar tydligt att det är problematiskt och riskfyllt att tillskriva kreditvärderingsinstitutet en nyckelposition i lagstiftningshänseende utan att samtidigt tillse att de lyder under adekvat reglering. Det kan därför med fog sägas att om hänvisningarna till kreditbetyg i lagstiftning ska behållas, blir reglering av verksamheten en nödvändig följd. Min åsikt efter arbetet med denna uppsats är dock att alla hänvisningar till kreditbetyg i regleringsändamål bör avlägsnas.

Den överdrivna och slentrianmässiga tilltron till kreditvärderingar måste motverkas på bred front och snabbare än till år 2020. Det råder konsensus om att minska referenserna till kreditvärderingar i obligatoriska regelverk. Ett sådant slopande kommer med nödvändighet innebära förändring av regelverken ifråga vilket kommer föra med sig implikationer för kreditvärderingsinstitutet. Sänkta inträdeströsklar för nya kreditvärderingsinstitut och en ökad konkurrens skulle gynna branschen i helhet.

Trots denna konsensus finns det dock bromsklossar. När invändningar görs att det kreditvärderingarnas tillkortakommanden till trots, inte finns något rimligt alternativ, är jag av en annan åsikt. Ett avlägsnande av alla referenser till kreditbetyg skulle innebära en återgång till den ordning som gällde innan den senaste finanskrisen. Regleringen var då begränsad till ett minimum och centralt för kreditvärderingsinstitutets verksamhet var istället den självreglering

som gällde i form av IOSCO-koden. Därutöver tillkommer dock även de befintliga EU-rättsliga finansmarknadsregleringarna som redan behandlats.

Jag menar att en uppförandekod är tillräckligt och att man i enlighet med principen om bättre lagstiftningen inte ska införa en så ingripande åtgärd som lagstiftning när samma effekt kan nås med mindre ingripande åtgärder. Initialt bör påpekas att kreditvärderingsförordningen redan till stor del är baserad på IOSCO-koden. Materiellt hade skillnaderna därmed inte blivit väsentliga. För det är naturligtvis viktigt att framhålla att kreditvärderingsförordningen innehåller en hel del bestämmelser som är ändamålsenliga som jag tror leder till ökad kvalitet i kreditbetyg och motverkande av intressekonflikter. Till dessa regler räknar jag de som tar sikte på intern rotation, analytikers kompetens och kraven på ledningen i kreditvärderingsinstitutet.

Min främsta invändning mot den EU-rättsliga regleringen av kreditvärderingsinstitut är dock dess kontraproduktivitet. Förordningens syftar som redan nämnt till att minska marknads tilltro till kreditvärderingar. Redan här menar jag att man gör sig skyldig till ett tankefel. Genom ökad reglering kommer aldrig ett minskat inflytande att åstadkommas. Kärnan i problematiken återfinns, i mitt tycke, i att detaljreglering av kreditvärderingsmetoder innebär att staten därigenom riskerar att bli medansvarig för publicerade kreditvärderingar. Ett sådant upplägg är inkompatibelt med det faktum att kreditvärderingsinstitutet är privata aktörer. Med den nuvarande EU-rättsliga regleringen finns det inget påtagligt incitament för investerarna att utföra egen due diligence. Jag tror snarare att omfattningen av kreditvärderingsförordningen invaggar investerare i ytterligare falsk trygghet och felaktig garanti för att kreditvärderingar utförda av de registrerade kreditvärderingsinstitutet är under så pass sträng kontroll att deras kreditbetyg anses kunna användas som underlag i investeringsbeslut utan utförande av egen due diligence. Införandet av registreringsförfarandet syftade till att placera alla kreditvärderingsinstitut, som avsåg utfärda kreditvärderingar som var möjliga att hänvisa till i lagstiftningssammanhang, under tillsyn. Ett sådant införande kan dock även tolkas som en signal om att kreditvärderingsinstitutet därmed fått en ”godkänd”-stämpel vars värderingar

är legitima och går att förlita sig på. Lagstiftningen riskerar därmed att leda till exakt den effekten som man avsåg motverka – det mekaniska och slentrianmässiga förlitandet på kreditbetyg i investeringsbeslut.

Kreditvärderingsbranschen är präglad av tillkortakommanden. Ersättningsmodellen är problematiskt men något rimligt alternativ har inte uppenbarat sig. Ett europeiskt kreditvärderingsinstitut är av praktiska skäl inte ett rimligt alternativ. Det enda sättet att på ett grundligt sätt komma åt problematiken verkar vara att börja med roten till problemet – investerarnas överdrivna tilltro till kreditbetyg. Kreditvärderingsinstituten har till viss del försökt påtala att deras värderingar knappast är någon definitiv vetenskap, utan deras friskrivningar förklarar tvärtom att det rör sig om bedömningar och prognoser. Detta rimmar dock illa med institutens marknadsföring där investerare mulas med ord som ”oberoende”, ”objektiva” och ”experter” i stora bokstäver medan ordet ”opinion” är en storlek mindre och mer undanskynt (från Moody’s hemsida). Det kan vara viktigt att erinra om den uppenbara sanningen att framtiden aldrig kan förutspås. Det man dock kan göra är att ta reda på så mycket information som möjligt för att på så vis kunna fatta ett så välgrundat beslut som möjligt. Sett på det viset är kreditvärderingar ett positivt inslag. Det är därför endast den överdrivna tilltron till kreditvärderingarna som ska motverkas. För att förmedla budskapet om kreditvärderingars brister, ofullständighet och spekulativa egenskaper bör därför samtliga hänvisningar till kreditvärderingar i lagstiftning avlägsnas. EU har genom CRA III uttryckt att ambitionen är att detta ska vara genomfört till år 2020. Detta är dock under förutsättning att ”lämpliga alternativa kreditriskbedömningar har identifierats och införts”. Någon utredning, förberedande dokument eller rapport som tar sikte på alternativa kreditriskbedömningar lyckades jag inte hitta trots omfattande sökningar i den EU-rättsliga databasen EUR-Lex. Mot bakgrund av kreditvärderingarnas konstaterade stora inflytande på finansmarknaden samt dess påverkan på systemstabiliteten anser jag att Kommissionen omgående borde tillsätta en högnivågrupp med uppgift att utreda just alternativa former av kreditriskbedömningar.

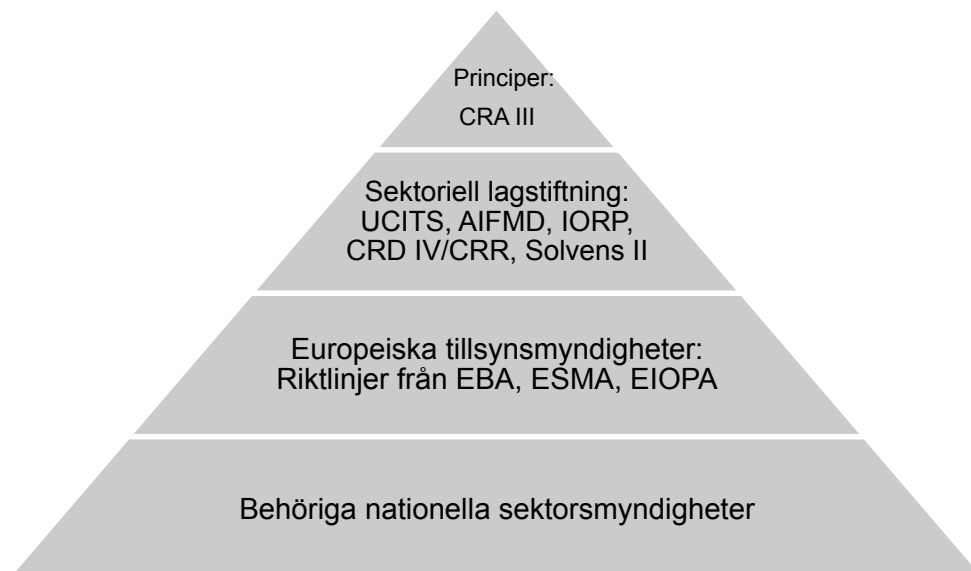
Vidare menar jag att ett civilrättsligt ansvar kan vara en sådan juridisk aspekt som det är motiverat att lämna upp till medlemsstaterna att besluta om. Detta då skadeståndsregleringen ofta skiljer sig väsentligt åt medlemsstaterna emellan. Den nya regleringen har ännu inte varit i kraft så pass länge att den tjänar något syfte att utvärdera på ett meningsfullt sätt. Med tiden kommer det dock säkerligen lämpa sig ypperligt som ett ämne för utredning och är något jag ser fram emot att läsa.

Den avgörande utmaningen i frågan om kreditbetyg är att utveckla alternativa standarder för att mäta kreditvärdighet och på så sätt göra just kreditbetygen till enbart en komponent i hela kreditriskbedömningen. Detta är dock lättare sagt än gjort och inget jag ens aspirerar på att lösa med denna uppsats.

Som slutord i denna del av framställningen vill jag åter citera kreditvärderingsinstitutens friskrivningar: "*[A]ny user of the information contained herein should not rely on any credit rating or other opinion contained herein in making any investment decision.*" Den EU-rättsliga regleringen måste vidareförmedla detta budskap och uppmana investerare att utföra egna kreditvärderingar, varpå avlägsnande av referenser i tvingande regelverk är en del av den uppenbara lösningen.

Bilaga A

Tabell 1: Den EU-rättsliga regleringen av kreditvärderingsinstitut



Tabell 2: Jämförelse av de tre ledande kreditvärderingsinstitutens bedömningsskalor²⁰⁶

Förklaring av obligationsrating	Kreditvärderingsinstitut		
	<i>Fitch</i>	<i>Moody's</i>	<i>Standard & Poor's</i>
Högsta kvalitet	AAA	Aaa	AAA
Hög kvalitet	AA	Aa	AA
Övre medium kvalitet	A	A	A
Medium kvalitet	BBB	Baa	BBB
Främst spekulativ	BB	Ba	BB
Spekulativ, låg kvalitet	B	B	B
Låg kvalitet, till betalningsinställelse	CCC	Caa	CCC
Högsta spekulation	CC	Ca	CC
Lägsta kvalitet, ingen ränta	C	C	C
Betalningsinställelse, sena betalningar, tveksamt värde	DDD		DDD
	DD		DD
	D		D

²⁰⁶ Information hämtad från respektive kreditvärderingsinstituts hemsida

Käll- och litteraturförteckning

Svenskt offentligt tryck

Proposition 2006/07:5 *Nya Kapitältäckningsregler*

SOU 1998:160 *Risker och riskhantering i bankrörelse*

SOU 2013:6 *Att förebygga och hantera finansiella kriser*

Finansmarknadskommittén rapport nr 7: *Kreditbedömningar under finanskrisen – analys och reformalternativ*, ledd av Bo Becker, juni 2011

EU-rättsligt offentligt tryck

- Direktiv

Europaparlamentets och Rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (MAD) (EUT L 96/16, 12.4.2003)

Europaparlamentets och Rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument (MiFID) (EUT L 145/1, 30.4.2005)

Europaparlamentets och Rådets direktiv 2006/49/EG av den 14 juni 2006 om kapitalkrav för värdepappersföretag och kreditinstitut (CRD) (EUT L 177/201, 30.6.2006)

Europaparlamentets och Rådets direktiv 2009/138/EG av den 25 november 2009 om upptagande och utövande av försäkrings- och återförsäkringsverksamhet (Solvens II)

Europaparlamentets och Rådets direktiv 2013/36/EU av den 26 juni 2013 om behörighet att utöva verksamhet i kreditinstitut och om tillsyn av kreditinstitut och värdepappersföretag (CRD IV)

- Förordningar

Europaparlamentets och Rådets förordning (EG) nr 1060/2009 av den 16 september 2009 om kreditvärderingsinstitut (EUT L 302, 17.11.2009 s. 1) [cit. Förordning om kreditvärderingsinstitut]

Europaparlamentets och Rådets förordning (EU) nr 1 093/2010 om inrättande av en europeisk tillsynsmyndighet (Europeiska bankmyndigheten)

Europaparlamentets och Rådets förordning (EU) nr 1 094/2010 om inrättande av en europeisk tillsynsmyndighet (Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten)

Europaparlamentets och Rådets förordning (EU) nr 1 095/2010 om inrättande av en europeisk tillsynsmyndighet (Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten)

Europaparlamentets och Rådets förordning (EU) nr 513/2011 av den 11 maj 2011 om ändring av förordning (EG) nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut [cit. CRA II]

Europaparlamentets och Rådets förordning (EU) nr 462/2013 av den 21 maj 2013 om ändring av förordning (EG) nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut [cit. CRA III]

Europaparlamentets och Rådets förordning nr 575/2013/EU av den 26 juni 2013 om tillsynskrav för kreditinstitut och värdepappersföretag (CRR)

- Resolutioner

Europaparlamentets resolution av den 8 juni 2011 om kreditvärderingsinstitut: framtidsutsikter (2010/2302(INI))

- Förberedande rättsakter

Meddelande från kommissionen - Att genomföra handlingsramen för finansmarknaderna: en handlingsplan, COM (1999) 232 [cit. Meddelande COM (1999) 232]

Förslag till Europaparlamentets resolution om kreditvärderingsinstitutens roll och metoder (2003/2081(INI))

Betänkande om kreditvärderingsinstitutens roll och metoder (2003/2081(INI)), 29 januari 2004

Förslag till resolution om Parmalatskandalen och företagsstyrning, Europaparlamentet B5-0057/2004, 5 februari 2004

Meddelande från kommissionen om kreditvärderingsinstitut (2006/C 59/02), publicerad i EU:s officiella tidning 2006-03-11 [cit. Meddelande 2006/C 59/02]

Commission Staff Working Paper, Impact assessment accompanying the document Proposal for a regulation amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies, oktober 2011 [cit. EU-kommissionens konsekvensanalys inför CRA III]

Kommissionens förslag till Europaparlamentets och Rådets förordning om ändring av förordning (EG) nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut (KOM (2011) 747 slutlig)

Memo/13/571, *New rules on credit rating agencies (CRAs) enter into force – frequently asked questions*, European Commission memo, 2013-06-18 (Bryssel) [cit. Memo/13/571]

Commission staff working paper. *EU action plan to reduce reliance on CRA ratings*. EU Response to the Financial Stability Board (FSB), Directorate General Internal Market and Services, 16 maj 2014 [cit. EU action plan to reduce reliance on CRA ratings]

EU-publikationer

CESR's technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies, CESR/05~139b, mars 2005

ESME, *Role of Credit Rating Agencies*, ESME's report to the European Commission, juni 2008 [cit. ESME-rapporten]

de Larosière, Jacques. *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, Report, 2009-02-25. [cit. de Larosière-rapporten]

EBA, EIOPA and ESMA, *Final report on Mechanistic references to credit ratings in the ESAs guidelines and recommendations*, (JC 2014 0004), februari 2014

Amerikanska myndighetspublikationer

Rating the Raters: Enron and the Credit Rating Agencies, United States Congress Senate Committee on Governmental Affairs, 2002

Enron's Credit Rating: Enron's bankers' contacts with Moody's and Government Officials, United States Congress Senate Committee on Governmental Affairs, januari 2003

Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies, United States Securities and Exchange Commission, juli 2008

Harrington, William J. *Comment on SEC Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, file number S7-18-11, augusti 2011

Report to Congress on Assigned Credit Ratings as Required by Section 939F of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, United States Securities and Exchange Commission, december 2012 [cit. Report to Congress on Assigned Credit Ratings]

Övriga publikationer

Basel Committee on Banking Supervision Working Papers (arbetsgruppen leddes av Arturo Estrella). *Credit Ratings and Complementary sources of Credit Quality information*, år 2000

Adelson, Mark. *Rating Shopping – Now the Consequences*. Nomura Fixed Income Research, februari 2006

Review of implementation of the IOSCO fundamentals of a code of conduct for credit rating agencies. Consultation report, februari 2007

Bank of England. *Financial Stability Report*, oktober 2007

FSB, *Credit Risk Transfer – Developments from 2005 to 2007*, Consultative document, april 2008

IMF Working Paper. *The systemic regulation of credit rating agencies and rated markets*. Sy, Amadou N.R, 2009

Becker, Bo och Milbourn, Todd. *How did increased competition affect credit ratings?*, NBER Working Paper Series 16404, september 2010

FSB, *Principles for reducing reliance on credit rating agency ratings*, oktober 2010 [cit. FSB-principerna]

Basel Committee on Banking Supervision. *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, december 2010 (reviderad i juni 2011) [cit. Basel III]

De Haan, Jakob och Amtenbrink, Fabian. *Credit Rating Agencies*. DNB Working Paper, nummer 278, januari 2011

FSB, *Reducing reliance on credit rating agency (CRA) ratings*, Progress Report to the G20 Ministers and Governors, 20 februari 2012

FSB, *Roadmap and workshop for reducing reliance on CRA ratings*, Progress Report to the G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, 5 november 2012 [cit. FSB-planen]

FSB, *Thematic Review on FSB Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*, Peer Review Report, 12 maj 2014

Utzig, Siegfried. *The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking perspective*. ADBI Working Paper Series, no. 188, januari 2010

Litteratur

Alcubilla, Garcia och del Pozo, Ruiz. *Credit Rating Agencies on the Watch List: Analysis of European Regulation*, 2012

- Blair, William. *Board of Appeal of the European Supervisory Authorities*. European Business Law Review, volym 24, nummer 2, 2013
- Bolton, Patrick, Freixas, Xavier och Shapiro, Joel. *The Credit Ratings Game*. The Journal of Finance, volym LXVII, nummer 1, 2012
- Gorton, Lars och Verstandig, Aron. *General Background of the Conference. Perspectives on Credit Rating Agencies*. Stockholm Centre for Commercial Law, nr 19, 2013
- Hamilton, Stewart och Micklethwait, Alicia. *Greed and Corporate Failure: The Lessons from Recent Disasters*, april 2006
- Hanqvist, Dan. *Kreditvärderingsinstitutens roll och reglering (II)*, Förvaltningsrättslig tidskrift, häfte 4, 2010
- Holt, Jeff. *A Summary of the Primary Causes of the Housing Bubble and the Resulting Credit Crisis: A Non-Technical Paper*, Journal of Business Inquiry: Research, Education & Application, Vol. 8 Issue 1, maj 2009
- Hässel, Leif, Norman, Marie och Andersson, Christian. *De finansiella marknaderna i ett internationellt perspektiv*. Volym III, SNS Förlag, 2002
- Ingves, Stefan. *The Role of Credit Rating Agencies from a Central Banker's Perspective*. Perspectives on Credit Rating Agencies. Stockholm Centre for Commercial Law, nr 19, 2013
- Jensen, Michael C. och Meckling, William H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, volym 3, nummer 4, oktober 1976
- Pagano, Marco och Volpin, Paolo. *Credit rating failures and policy options*. Economic Policy, volym 25, april 2010
- Sinclair, Timothy J. *Common Goods: Reinventing European and International Governance* (redaktör Héritier, Adrienne), 2002

Verständig, Aron. *EU-rättslig reglering av kreditvärderingsinstitut*, Svensk Juristtidning, s. 9-35, 2014

White, Lawrence J. *The Credit Rating Agencies*. Journal of Economic Perspectives, volym 24 nummer 2, 2010

Regelverk

Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, IOSCO, december 2004, (reviderad senast i maj 2008) [cit. IOSCO-koden]

IOSCO Statement of Principles regarding the activities of Credit Rating Agencies, IOSCO, september 2006 [cit. IOSCO-principerna]

Objectives and Principles of Securities Regulation, IOSCO, maj 2003 (reviderad senast juni 2010)

Övriga Internetbaserade källor

<http://sv.wikipedia.org/wiki/Soliditet> (information hämtad 2014-05-17)

<http://www.occ.treas.gov/about/what-we-do/mission/index-about.html>

(information hämtad 2014-07-12)

<http://www.standardandpoors.com/regulatory-affairs/ratings/en/us>

(information hämtad 2014-07-14)

<https://www.moodys.com/termsfuseinfo.aspx?lang=en&cy=global>

(information hämtad 2014-07-14)

<https://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/terms-of-use.jsp>

(information hämtad 2014-07-14)

<http://www.esma.europa.eu/page/List-registered-and-certified-CRAs>

(information hämtad 2014-07-16)

<http://www.iosco.org/about/> (information hämtad 2014-07-24)

<http://www.financialstabilityboard.org/about/overview.htm> (information hämtad 2014-07-28)