

**SV**

**SV**

**SV**



EUROPEISKA GEMENSKAPERNAS KOMMISSION

Bryssel den 12.11.2008  
SEK(2008) 2746

**KOMMISSIONENS ARBETSDOKUMENT**

*Medföljande dokument till*

förslaget till

**EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS FÖRORDNING**

**om kreditvärderingsinstitut**

**SAMMANFATTNING AV KONSEKVENSANALYSEN**

{COM(2008) 704 slutlig}  
{SEC(2008) 2745}

## 1. INLEDNING

Kreditvärderingsinstitut utfärdar bedömningar av kreditvärdighet som bidrar till att överbrygga informationsgapet mellan emittenter av skuldinstrument och dem som investerar i sådana instrument. Dessa institut har en betydande påverkan på marknaderna, eftersom deras värderingar följs noga av investerare, emittenter, låntagare och statliga organ. Det är därför viktigt att de genomgående levererar oberoende och objektiva kreditbetyg av högsta kvalitet.

Sedan augusti 2007 genomgår de finansiella marknaderna världen över en omfattande förtroendekris. Den är komplex till sin karaktär, och flera olika kategorier av marknadsaktörer är inblandade i den. Instituterna kan inte ensamma ges skulden för den pågående finansiella turbulensen: andra aktörer och de särskilda omständigheter som förelåg har också varit av betydelse. Krisen hade sitt ursprung på den amerikanska marknaden för fastighetslån mot otillfredsställande säkerheter ("subprime mortgages") och spred sig sedan till andra sektorer av de finansiella marknaderna. Instituterna hade nära samband med ursprunget till problemen med "subprime"-lånen: de utfärdade alltför positiva omdömen om strukturerade instrument som utformats med "finansiell ingenjörskonst" för att vinna en hög grad av förtroende hos investerarna. I denna konsekvensanalys diskuteras vilken politisk reaktion som vore lämpligast på de påvisade problemen.

I konsekvensbedömningen presenteras ett antal förslag till hur situationen ska kunna åtgärdas på EU-nivå. Kommissionen föreslår en serie åtgärder som är inriktade på intressekonflikter, möjligheterna att få överblick över institutens verksamheter och särskilda aspekter av kreditvärderingsprocessen. Åtgärderna skulle behöva stödjas av ett system för registrering och övervakning av institut med verksamhet inom EU som skulle införas genom EU-lagstiftning.

## 2. PROCEDURFRÅGOR OCH OFFENTLIGT SAMRÅD

Mot bakgrund av de finansiella skandalerna i USA och EU i början av detta århundrade och efter Europaparlamentets resolution om kreditvärderingsinstitut som antogs i februari 2004<sup>1</sup> har kommissionen mycket noga övervägt om ny lagstiftning krävdes för att reglera verksamheten i instituten. I överensstämmelse med rådet från Europeiska värdepapperstillsynskommittén (CESR) som mottogs i mars 2005<sup>2</sup> beslutade kommissionen att inte lägga fram några nya förslag om kreditvärderingsinstitut, eftersom det ansågs att de befintliga direktiv om finansiella tjänster som var tillämpliga på instituten innehöll svar på alla betydande frågor som Europaparlamentet tagit upp.

Kreditvärderingsinstituterna omfattas av flera av direktiven om finansiella tjänster, bl.a. marknadsmissbruks-<sup>3</sup> och kapitalkravsdirektiven, och de omfattas också på frivillig grund av IOSCO:s ("International Organisation of Securities Commissions") uppförandekod för kreditvärderingsinstitut. Under 2006 offentliggjorde Europeiska kommissionen ett

<sup>1</sup> Europaparlamentets resolution om kreditvärderingsinstitutens roll och metoder (2003/2081(INI)).

<sup>2</sup> "CESR technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies", CESR/05/139b, mars 2005. CESR är en oberoende rådgivande grupp med företrädare för de nationella tillsynsmyndigheterna för värdepappersmarknaderna inom EU som ger vägledning åt Europeiska kommissionen. Den inrättades i juni 2001.

<sup>3</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk), EUT L 96, 12.4.2003, s. 16.

*meddelande om kreditvärderingsinstitut*<sup>4</sup>, där det i slutsatserna angavs att en sådan metod krävde att kommissionen noga följer utvecklingen på området. Kommissionen uppdrog också åt CESR att övervaka efterlevnaden av IOSCO-koden och årligen återrapportera till kommissionen.

Den uppgav att den kunde komma att behöva tillgripa lagstiftningsåtgärder om det skulle bli tydligt att efterlevnaden av EU-regler eller IOSCO-koden var otillfredsställande eller om nya omständigheter uppstod – däribland allvarliga problem med marknadsmisslyckanden eller avgörande förändringar av det sätt på vilket instituten regleras i andra delar av världen.

Med anledning av den senaste utvecklingen på de finansiella marknaderna bad kommissionen under hösten 2007 CESR och ESME ("European Securities Markets Expert Group")<sup>5</sup> att lämna råd om olika aspekter av institutens verksamheter och uppgifter på de finansiella marknaderna, särskilt i fråga om strukturerad finansiering. Kommissionen har under hela samrådsprocessen noga följt arbete i dessa båda grupper. De genomförde båda omfattande samråd med intressenter, bl.a. om de strukturerade krediternas roll i den turbulens som uppstått på subprimemarknaden. CESR lämnade sin rapport den 13 maj 2008 och ESME den 4 juni 2008.

Samtidigt som kommissionen nära följde utvecklingen av CESR:s och ESME:s arbete förde den diskussioner med de större kreditvärderingsinstituterna från andra berörda parter (branschföreningar inom försäkrings-, värdepappers- och banksektorerna samt informationsnätverk osv.). Den fick också skriftliga bidrag från ett stort urval föreningar, praktiskt verksamma och intressenter. På det internationella planet följde den noga utvecklingen i andra delar av världen, t.ex. IOSCO:s godkännande av en reviderad uppförandekod den 26 maj 2008, rapporten från FSF ("Financial Stability Forum")<sup>6</sup> som offentliggjordes den 7 april 2008 och förslagen till ändringar av den amerikanska lagen om kreditvärderingsinstitut som lades fram den 11 juni och 1 juli 2008. Kommissionen har också följt de samråd som genomförts av både IOSCO och FSF. Den har övervägt de olika initiativ som föreslagits eller genomförts av kreditvärderingsinstituterna, antingen individuellt eller på branschomfattande basis och har med gott utbyte fört intensiva informella samtal med kreditvärderingsinstitut. Den har också uppmanat berörda parter att lämna synpunkter i ett offentligt samråd som inleddes den 31 juli 2008 och mottog 82 bidrag: 13 från kreditvärderingsinstitut, 52 från organisationer för berörda branscher (banker, föreningar, investeringsfonder, sparbanker osv.) och 17 från tillsynsmyndigheter på värdepappersområdet och nationella finansministerier.

### 3. PROBLEMFÖRMULERING

Erfarenheterna har visat att institutens resultat har varit påtagligt sämre när det gäller värdering av innovativa, strukturerade produkter än vid rating av traditionella instrument. Kommissionens analys är därför inriktad på de frågor som har uppstått i samband med värdering av strukturerade finansiella produkter. Man måste dock ha i åtanke att, allteftersom den finansiella innovationsprocessen fortskrider, kan liknande problem uppstå i framtiden på

---

<sup>4</sup> EUT C 59, 11.3.2006, s. 2.

<sup>5</sup> ESME är ett av kommissionens rådgivande organ som består av praktiskt verksamma och experter på värdepappersmarknaderna. Gruppen inrättades i april 2006.

<sup>6</sup> Financial Stability Forum inrättades i april 1999 och ordnar regelbundna sammankomster mellan nationella myndigheter med ansvar för finansiell stabilitet i viktiga finanscentra, internationella finansiella institutioner, sektorsspecifika grupper av tillsynsmyndigheter och kommittéer med experter från centralbankerna.

andra områden där kreditvärderingsinstitutet har föga eller ingen erfarenhet. Vissa brister som kan iakttas i värderingen av strukturerade krediter gäller dessutom enheternas struktur, affärsmodell och interna processer, och de kan alltså påverka också mer traditionella områden för kreditvärderingsinstitutets verksamhet.

### **3.1. Bristande integritet i kreditvärderingsinstitut – intressekonflikter i kreditvärderingsbranschen**

I samtliga bidrag till samråden uttrycks samstämmtigt åsikten att de intressekonflikter som kan uppstå när instituten värderar strukturerade produkter inte har undvikits eller har hanterats otillfredsställande.

### **3.2. Bristande kvalitet beträffande metoder och värderingar**

Det betydande antal nedgraderingar som kunde iakttas under andra halvåret 2007 och första kvartalet i år jämfört med första halvåret 2007 visar klart att de kreditbetyg som gavs före turbulensen var överoptimistiska och inte tog hänsyn till marknadsförhållandena för de underliggande tillgångarna. Det är ytterst sannolikt att en av orsakerna till detta dåliga resultat är den bristande kvaliteten i de metoder instituten har använt för att utfärda kreditbetyg.

### **3.3. Bristande möjligheter att överblicka institutens verksamhet**

Institutet rapporterar inte med tillräcklig precision egenskaperna och begränsningarna hos strukturerade finansiella produkter och lämnar inte heller tillräcklig information om grundläggande modellantaganden. Denna brist på information gör det svårare för marknadsaktörerna att förstå betydelsen av kreditvärderingarna. Institutet lämnar information om hur väl kreditvärderingarna har bekräftats historiskt, men denna information underlättar en jämförelse mellan institut.

## **4. SYFTEN**

För att hantera ovanstående problem måste följande tre specifika mål omvandlas till materiella krav:

- (1) Att säkerställa att instituten hanterar eventuella intressekonflikter väl.
- (2) Att säkerställa att instituten hela tiden är uppmärksamma på värderingsmetodernas och kreditbetygens kvalitet.
- (3) Att öka möjligheterna att överblicka institutens verksamhet.

Det finns också ett vidare övergripande mål, nämligen att öka efterlevnaden hos kreditvärderingsinstitutet inom EU av de åtgärder som vidtagits för att lösa de påvisade problemen.

## **5. ÅTGÄRDSALTERNATIV**

Med avseende på ovanstående mål analyserades ett antal alternativa lösningar.

## **5.1. Åtgärdsalternativ för materiella krav**

### *5.1.1. "Att säkerställa att instituten hanterar eventuella intressekonflikter väl"*

Ett antal frågor behöver behandlas.

1. En allmän metod för att behandla intressekonflikter.
2. Intressekonflikter till följd av kreditvärderingsinstitutens rådgivningsverksamhet.
3. Dialogen mellan institutens analytiker och de kreditvärderade enheterna.
4. Oberoendet hos de personer som medverkar i kreditvärderingsprocessen.
5. "Ratingarbitrage".
6. Analytiker som får anställning hos emittenter som de har kreditvärderat.

### *5.1.2. "Att säkerställa att instituten hela tiden är uppmärksamma på värderingsmetodernas och kreditbetygens kvalitet"*

Ett antal frågor behöver behandlas.

1. Kvaliteten på metoder, modeller och centrala antaganden för värderingarna.
2. Bevakning av kreditbetygen.
3. Effekter av metodändringar.
4. Kvaliteten på den information som används för värderingarna.
5. Personalfrågor.
6. Effekter av utvecklingen på marknaderna och av makroekonomiska förväntningar.

### *5.1.3. Att öka möjligheterna att överblicka institutens verksamhet*

Ett antal frågor behöver behandlas.

1. Insyn i interna processer och förfaranden.
2. Innehållet i kreditbetygen.
3. Differentierade ratingkategorier för strukturerad finansiering.
4. Statistik över institutens resultat.

## **5.2. Instrument för att genomföra de valda lösningarna**

Vad gäller det övergripande målet att öka institutens efterlevnad inom hela EU av de åtgärder som vidtagits för att åtgärda de påvisade problemen har följande alternativ granskats:

### **Alternativ 1:** Självreglering, däribland:

- a) IOSCO:s uppförandekod.
- b) ”Branschens vitbok” – det skulle förutsättas att instituten själva skulle finna lämpliga lösningar på de problem och farhågor som nämnts ovan<sup>7</sup>.
- c) Ytterligare initiativ av enskilda institut – flera institut har lagt fram en rad förslag till förbättringar för tillsynsmyndigheterna och marknaden och åtagit sig individuellt att införliva dem internt med praxis och förfaranden.

**Alternativ 2:** En europeisk uppförandekod för kreditvärderingsinstitut genom vilken branschen skulle åta sig att upprätthålla en rad frivilliga normer och att godkänna och följa rekommendationer från ett kontrollorgan som skulle pröva de anslutna institutens efterlevnad av koden.

**Alternativ 3:** En rekommendation från kommissionen med normer som instituten skulle behöva iakttä för att ha verksamhet i EU – samma normer som i alternativ 4 (lagstiftning). Normerna skulle bygga på den reviderade IOSCO-koden samt CESR:s och ESME:s rekommendationer och dessutom innehålla ytterligare normer som kommissionen finner väsentliga.

**Alternativ 4:** EU-lagstiftning som inför omfattande rättsliga ramar för alla befintliga (och ev. tillkommande) kreditvärderingsinstitut med affärsverksamhet i Europa vilkas kreditbetyg används i rättsligt föreskrivna sammanhang, t.ex. vid tillämpning av kapitalkravsdirektivet<sup>8</sup>. Genom förslaget skulle det införas villkor för utfärdande av kreditbetyg, ett registreringsförfarande och en ordning för extern övervakning genom tillsynsmyndigheterna i EU.

## **6. ANALYS AV KONSEKVENSERNA**

På grund av den tekniska och detaljerade karaktären hos alternativen för att uppnå mål 1–3 sammanfattas deras specifika effekter inte här utan anges i rapporten. Här analyseras endast de olika genomförandemetoderna.

### ***Självreglering***

IOSCO-koden uppfyller inte de politiska målen: institutens hantering av intressekonflikter skulle förbli oförändrad, instituten skulle inte vara förpliktade att förbättra metoderna för och kvaliteten hos kreditvärderingarna, möjligheterna att överblicka verksamheten i instituten skulle inte öka och det skulle inte införas någon tillsyns- och sanktionsmekanism för de behöriga myndigheterna. Branschens vitbok och övriga initiativ ger stor flexibilitet åt instituten, eftersom de skulle ha frihet att anpassa sig eller ej till de nya frivilliga kraven. Det skulle dock inte vara någon effektiv lösning eftersom ingen kraftfull mekanism för att övervaka efterlevnaden av de fastställda normerna har föreslagits. Dessutom skulle det inte

---

<sup>7</sup> I januari sände de ”fem stora” kreditvärderingsinstitut en vitbok till tillsynsmyndigheterna med tolv förslag till förbättringar av IOSCO:s uppförandekod i fråga om kreditvärderingarnas oberoende, kvalitet och överblickbarhet.

<sup>8</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2006/48/EG av den 14 juni 2006 om rätten att starta och driva verksamhet i kreditinstitut (omarbetning).

ges garantier för gemensamma ramar. Självreglering har provats sedan 2006 och resultaten är långtifrån tillfredsställande.

### ***En europeisk uppförandekod***

Detta är en lösning som skulle ge stor flexibilitet, eftersom instituten skulle kunna tillämpa ”följ eller förklara-principen”. Den har fördelen att inbegripa ett övervakningsorgan – dock utan sanktionsbefogenheter, varför dess effektivitet skulle vara begränsad. Det skulle garantera gemensamma ramar, men ingen nämnvärd grad av rättslig förutsebarhet skulle kunna uppnås. Resultatet skulle inte räcka till för att uppfylla de politiska målen.

### ***Rekommendation från Europeiska kommissionen***

Denna lösning skulle i viss utsträckning bidra till gemensamma ramar, åtminstone i fråga om de referenskriterier som instituten skulle vara förpliktade att uppfylla. Den skulle dock inte kunna innehålla någon sanktionsmekanism och skulle därför vara av begränsad effektivitet för att nå de politiska målen.

### ***Lagstiftning***

Denna lösning skulle säkerställa jämbördiga konkurrensvillkor inom hela EU för alla marknadsaktörer, i stället för ett uppsplittrat regelverk för instituten i de 27 medlemsstaterna, vilket skulle kunna bli resultatet om EU inte handlar utan bibehåller den nuvarande självregleringsmodellen baserad på IOSCO-koden. Ett lagstiftningsförslag skulle innehålla ett system för aktiv tillsyn och en kraftfull sanktionsmekanism och därför effektivt kunna säkerställa iakttagandet av de politiska målen. Det skulle säkerställa att de föreslagna ramarna för utfärdande av kreditbetyg skulle tillämpas som sig bör, övervakas aktivt och genomföras kraftfullt.

## **7. JÄMFÖRELSE AV ALTERNATIVEN OCH SLUTSATSER**

Efter en noggrann bedömning av konsekvenserna av alla specifika politiska alternativ och deras för- och nackdelar jämfört med ett scenario med oförändrad politik kan följande slutsatser dras:

**Uppfyllandet av mål 1** (”Att säkerställa att instituten hanterar eventuella intressekonflikter väl”): Instituterna kommer att vara skyldiga att säkerställa att alla befintliga och potentiella intressekonflikter påvisas och antingen undanröjs eller hanteras effektivt och offentligt. Särskilda arrangemang för den interna företagsstyrningen kommer att behöva införas till stöd för ändringarna av företagskultur och intern policy. Instituterna kommer att förbjudas att tillhandahålla konsult- och rådgivningstjänster. De analytiker som medverkar i värderingarna ska hållas isolerade från de affärsmässiga aspekterna av institutens verksamheter och omfattas av strängare regler för dialogen med kunderna. Innan en analytiker anställs av en tidigare kund bör särskilda skyddsbestämmelser tillämpas. Slutligen bör institutens kunder avhållas från skadligt ”betygsarbete”.

**Uppfyllandet av mål 2** (”Att säkerställa att instituten hela tiden är uppmärksamma på värderingsmetodernas och kreditbetygens kvalitet”): Kreditvärderingsinstituterna kommer att behöva tillämpa rigorösa, systematiska och bestående värderingsmetoder som ger resultat som kan valideras mot faktiska resultat. Metoder, modeller och grundläggande antaganden för värderingarna kommer att behöva hållas uppdaterade och vara föremål för fullständig

regelbunden översyn. En intern översynsfunktion kommer att upprättas för att övervaka efterlevnaden på detta område. Ändringar av värderingsmetoderna kommer att utlösa en snabb omprövning av alla berörda befintliga kreditbetyg. Instituterna kommer också att behöva bevaka och uppdatera enskilda kreditbetyg fortlöpande. Större överblickbarhet kommer att krävas för att hjälpa användarna av värderingarna att förstå den ”due diligence” som tillämpas på uppgifter på tillgångsnivå och integreras med värderingarna. Instituterna kommer att behöva informera om sina personella resurser för effektivare maknadskontroll.

**Uppfyllandet av mål 3** (”Att öka möjligheterna att överblicka institutens verksamhet”): Ett allmänt krav på överblickbarhet behöver ställas på instituterna när det gäller deras interna processer och förfaranden tillsammans med skyldighet att offentliggöra en årlig rapport om institutets interna organisation. Information om utförda analyser samt eventuella begränsningar och specifika risker i fråga om värderingarna kommer att behöva lämnas till användarna av kreditbetygen. Instituterna bör också använda skilda ratingkategorier för strukturerade respektive traditionella krediter eller tillhandahålla ytterligare information till investerarna vid värdering av strukturerade finansiella produkter. Statistik över historiska resultat kommer att behöva tas fram med användning av måttenheter som säkerställer jämförbarhet mellan aktörerna på marknaden.

Genom lagstiftningen införs ett registreringsförfarande för kreditvärderingsinstitut för att säkerställa att deras kreditbetyg kan användas av kreditinstitut, värdepappersföretag, försäkringsföretag, fondföretag och tjänstepensionsinstitut inom hela EU. En effektiv och ändamålsenlig övervakning av efterlevnaden av kraven kommer att säkerställas inom hela EU (**det övergripande målet**). Registreringen kommer att utföras av den behöriga myndigheten i en medlemsstat, men alla tillsynsmyndigheter i medlemsstaterna kommer att kunna uttrycka sina åsikter via CESR. Den dagliga tillsynen kommer att utövas av medlemsstaternas behöriga myndigheter. Ett nära samarbete mellan de nationella tillsynsmyndigheterna och samordning genom CESR är en förutsättning för att kunna skapa en gemensam tillsynskultur och ett effektivt fungerande nätverk. De nationella tillsynsmyndigheterna bör ha befogenheter att handla och tillämpa effektiva sanktioner om institut inte följer bestämmelserna. Även här bör CESR spela en viktig roll för att skapa en gemensam sanktionskultur.