

EU-rättslig reglering av kreditvärderingsinstitut

ARON VERSTÄNDIG*

Den som under de senaste åren följt utvecklingen på den globala finansmarknaden kan knappast ha undgått diskussionen kring de internationella kreditvärderingsinstituten, Credit Rating Agencies,¹ och deras delaktighet i den senaste finanskrisen. Kreditvärderingsinstituten har efter finanskrisen blivit föremål för en tämligen omfattande reglering. I december år 2009 trädde den första EU-förordningen om kreditvärderingsinstitut ikraft.² Förordningen genomgick sin första ändring i juni år 2011.³ I november samma år föreslog kommissionen ett flertal reformer av den befintliga regleringen.⁴ Efter långa förhandlingar kunde en överenskommelse till slut nås vilket ledde till att en ändringsförordning, innehållande en majoritet av de av kommissionen föreslagna reformerna, kunde träda ikraft i

* Ett varmt tack riktas till docent Gustaf Sjöberg för värdefulla kommentarer på ett tidigare utkast till denna artikel. Artikelns kvarstående brister ska dock enbart tillskrivas författaren.

¹ Jag har här valt att genomgående använda mig av benämningen kreditvärderingsinstitut. Den ursprungliga benämningen Credit Rating Agencies har i svenska sammanhang ibland benämnts ratinginstitut (dagligt tal) eller kreditvärderingsföretag (exempelvis i förordning (2008:819) om statliga garantier till banker m.fl.). Kreditvärderingsinstitut är dock den benämning som förekommer – vad jag kan se – mest frekvent i svensk författning (exempelvis i lag (2010:1010) om kreditvärderingsinstitut) samt i den svenska översättningen av EU-förordningen om kreditvärderingsinstitut.

² Europaparlamentets och Rådets förordning (EG) nr 1060/2009 av den 16 september 2009 om kreditvärderingsinstitut (EUT L 302/1, 17.11.2009).

³ Europaparlamentets och Rådets förordning (EU) nr 513/2011 av den 11 maj 2011 om ändring av Europaparlamentets och Rådets förordning (EG) nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut (EUT L 145/30, 31.5.2011).

⁴ Kommissionens förslag till Europaparlamentets och Rådets förordning om ändring av förordning (EG) nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut (KOM (2011) 747 slutlig).

juni år 2013.⁵ Bland dessa reformer märks särskilt införandet av ett civilrättsligt ansvar för kreditvärderingsinstitut som genom en överträdelse av förordningen åsamkat investerare eller värdepappersemittent skada. Mitt syfte med denna artikel är att behandla den EU-rättsliga regleringen av kreditvärderingsinstituten och deras verksamhet, särskilt mot bakgrund av de senaste förändringarna av kreditvärderingsförordningen.

1. Disposition

Framställningen inleds med en kortfattad redogörelse över kreditvärderingar och kreditvärderingsinstitut samt deras funktioner på finansmarknaden (kapitel 2). I kapitel 3 redogörs för den nuvarande EU-rättsliga regleringen av instituten inbegripet de förändringar som trädde ikraft den 20 juni 2013.⁶ I kapitel 4 följer en diskussion kring regleringen ifråga, inbegripet de senaste reformerna. Då de ifrågavarande förändringarna är tämligen omfattande har jag valt att begränsa denna framställning till att omfatta vissa centrala delar. Särskild vikt har jag valt att lägga vid införandet ett civilrättsligt ansvar för kreditvärderingsinstitut för skada åsamkad genom vårdslös kreditvärdering. I Kapitel 5 ställs frågan huruvida en ökad reglering av kreditvärderingsinstituten kan åstadkomma ett av de centrala målen med EU-förordningen om kreditvärderingsinstitut; nämligen att minska den påstått överdrivna tilltron hos finansmarknadens aktörer avseende kreditvärderingar. I ett avslutande kapitel sammanfattas den förda diskussionen.

2. Kreditvärderingar, kreditvärderingsinstitut och deras funktioner

Kreditvärderingsinstitutens roll på finansmarknaden är att avge yttranden, kreditvärderingar⁷, tillgängliga för allmänheten om en viss enhets kreditvär-

⁵ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 462/2013 av den 21 maj 2013 om ändring av förordning (EG) nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut (EUT L 146/1, 31.5.2013).

⁶ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 462/2013 av den 21 maj 2013 om ändring av förordning (EG) nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut (EUT L 146/1, 31.5.2013).

⁷ I denna artikel har jag valt att använda begreppen kreditvärderingar samt kreditbetyg för att beskriva kreditvärderingsinstitutens yttranden. Begreppen är synonyma.

dighet.⁸ En kreditvärdering kan avse såväl ett företag som en stat eller ett visst värdepapper. Efter en bedömning av såväl kvantitativa som kvalitativa faktorer sammanfattar kreditvärderingsinstituten sitt omdöme genom ett kreditbetyg, uttryckt i ett fåtal bokstäver eller siffror, till exempel: AAA, AA+, A1, B– osv.

Kreditvärderingar har under en längre tid spelat en viktig roll på finansmarknaden, där de har ett flertal olika betydelsefulla funktioner. Kreditvärderingar används traditionellt i informationsförmedlande syfte. Genom att utjämna de informationsasymmetrier som föreligger mellan exempelvis en värdepappersemittent och en potentiell investerare kan såväl emittentens som investerarens kostnader sänkas.⁹ Vid sidan av att förmedla information om kreditrisk till potentiella investerare fyller externa kreditvärderingar¹⁰ en viktig funktion som redskap i finansmarknadsrättslig lagstiftning. Betydelsefulla internationella överenskommelser gällande banktillsyn, såsom *Basel II* och *Basel III*, är till stor del avhängiga kreditvärderingsinstitutens bedömningar vid beräkning av bland annat krav på kapitaltäckning.¹¹ Det är även

⁸ Kreditvärdighet är nära kopplat till kreditrisk. Ett innehav av ett värdepapper som bedöms ha hög kreditvärdighet anses därmed vara förknippat med låg kreditrisk. Med kreditrisk menas alltså den risk som en borgenär löper för att gäldenären inte fullföljer sina åtaganden i enlighet med vad som avtalats dem emellan. Se exempelvis SOU 1998:160, Reglering och tillsyn av banker och kreditmarknadsföretag, s. 196, eller Langhor, Herwig & Langhor, Patricia, *The Rating Agencies and Their Credit Ratings*, Wiley Finance, West Sussex, 2008. s. 23. Viktigt att notera i detta sammanhang är att andra finansiella risker, såsom likviditetsrisk och marknadsrisk, ej beaktas vid kreditvärdering.

⁹ Se exempelvis Bank of England, *Financial Stability Report No. 22*, October 2007. s. 56 samt prop. 2006/07, *Nya kapitaltäckningsregler*. s. 197 f.

¹⁰ Med externa kreditvärderingar menas kreditvärderingar utfärdade av ett kreditvärderingsinstitut som är externt i förhållande till den entitet som använder sig av kreditvärderingen ifråga. Utöver de externa kreditvärderingarna använder sig exempelvis banker och andra större finansiella institutioner, inom ramen för sin kreditprövningsprocess, av kreditvärderingar som de själva tagit fram.

¹¹ 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) (EUT L 176/338, 27.6.2013) samt Europaparlamentets och Rådets förordning nr 575/2013/EU av den 26 juni 2013 om tillsynskrav för kreditinstitut och värdepappersföretag (CRR) (EUT L 176/1, 27.6.2013). Se SOU 2013:65, *Förstärkta kapitaltäckningsregler*, gällande den svenska implementeringen av dessa rättsakter. Med kapitaltäckning menas de krav på buffertkapital mot oförutsedda förluster som finansiella institutioner ska uppfylla, se exempelvis SOU 1998:160, *reglering och tillsyn av banker och kreditmarknadsföretag*, s. 360 ff. samt Kruck, Andreas, *Private Ratings, Public, Regulations*, Palgrave Macmillan, London, 2011. s. 145 ff.

vanligt förekommande att offentliga såväl som privata institutioner utformar investeringsriktlinjer med utgångspunkt i de betyg som kreditvärderingsinstituten producerar.¹² De värderingar som instituten avger får därmed närmast en officiell karaktär.¹³ Kreditvärderingar används även som måttstock i olika former av avtal inom den privata sektorn.¹⁴

Det finns i dagsläget omkring 150 kreditvärderingsinstitut fördelade över ett hundratal länder.¹⁵ Marknaden domineras dock av tre aktörer: Standard & Poor's, Moody's samt Fitch. Omkring 95 procent av samtliga utfärdade kreditvärderingar är avgivna av någon av dessa tre aktörer.¹⁶ Gemensamt för de tre dominerande kreditvärderingsinstituten är att de bildades i USA för omkring ett sekel sedan samt att de sedan 1980-talets mitt utvidgat sin verksamhet till att omfatta den globala finansmarknaden.¹⁷

¹² Coffee, John C. Jr., *Gatekeepers*, Oxford University Press, Oxford, 2006. s. 284.

¹³ Benjamin, Joanna, *Financial Law*, Oxford University Press, Oxford, 2007, s. 45 f. samt Hanqvist, Dan, *Kreditvärderingsinstitutens roll och reglering (II)*, Förvaltningsrättslig tidskrift 4/10 s. 355 f. Kreditvärderingarnas officiella karaktär förstärks av deras användning som regleringsverktyg i författningar. Även om företeelsen att inkorporera referenser till kreditvärderingar i tvingande författning är betydligt vanligare i USA, finns det även ett antal svenska exempel; 12 § 1 st., förordning (2008:819) om statliga garantier till banker m.fl.: ”Om något sådant marknadspris som avses i 11 § andra stycket inte finns eller om priset inte är tillförlitligt, ska en schablonmetod för bestämmande av avgiften användas där instituten delas upp i kategorier utifrån kreditbetyg eller annan kreditvärdering som getts institutet av ett kreditvärderingsföretag som godkänts av Finansinspektionen (...). För säkerställda obligationer ska fördelningen på kategorier utgå från kreditbetyg eller annan kreditvärdering av ett godkänt kreditvärderingsföretag som avser obligationerna.”

Uttryckliga referenser till kreditvärderingar finns även i ett antal av Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd. Ett exempel är FFFS (2013:1) Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om säkerställda obligationer (4:8 1 st.): ”Ett emittentinstitut för endast ingå derivatavtal med en motpart som vid avtalets ingående har en offentligt känd kreditvärdering från kvalificerade kreditvärderingsinstitut (...).”

¹⁴ I privata avtal kan så kallade rating triggers förekomma. Med detta menas en klausul i exempelvis ett låneavtal som förpliktigar gäldenären att ställa ytterligare säkerhet skulle dennes kreditbetyg sjunka under en viss angiven nivå. Se exempelvis Darbellay, Aline, *Regulating Ratings*, Schulthess Juristischen Medien AG, Zürich, 2011. s. 35 f.

¹⁵ Langhor, Herwig & Langhor, Patricia, *The Rating Agencies and their Credit Ratings*, Wiley Finance, West Sussex, 2008. s. 23 samt Estrella, Arturo, *Credit ratings and complementary sources of credit information*, Basel Committee on Banking Supervision Working Papers No 3, Bank for International Settlements, Basel, 2000. s. 14.

¹⁶ ESMA's Report on the Supervision of Credit Rating Agencies, 22 mars 2012. s. 6.

¹⁷ För en historisk bakgrund till kreditvärderingsindustrin, se exempelvis Gorton, Lars & Verständig, Aron, *General Background, Perspectives on Credit Rating Agencies*, Red. Kleinman Jan, Gorton, Lars & Verständig, Aron, Jure, Stockholm, 2013. s. 13 ff. Det

Kritik har riktats mot instituten för deras inblandning i den finanskris som skakat den globala finansmarknaden under de senaste åren. Kritiken har främst gällt intressekonflikter i kreditvärderingsbranschen. Anklagelserna om intressekonflikter grundar sig huvudsakligen på den betalningsmodell som kreditvärderingsinstituten använder sig av; den som blir värderad är även den som betalar för kreditvärderingen.¹⁸ Kritik har vidare framförts mot instituten eftersom de även utför tilläggstjänster, såsom rådgivning, utöver själva kreditvärderingsverksamheten.¹⁹ Kritiker menar att dessa intressekonflikter medför att kreditvärderingarna blir högre än vad de annars skulle ha varit.²⁰

bör dock i detta sammanhang uppmärksammas att det minsta av dessa institut, Fitch ägs till 60 procent av det franska företaget Fimalac (se www.fimalac.com/strategic-focus.html hämtad 2013-11-07). Fitch har dock sina huvudkontor belägna i New York samt i London. I dagsläget har såväl Standard & Poor's som Fitch kontor i Stockholm.

- ¹⁸ Denna betalningsmodell benämns Issuer Pays. Fram till och med 1970-talet bestod kreditvärderingsinstitutens inkomster främst av prenumerationsavgifter (subscription fees); den som tog del av en kreditvärdering betalade också för denna tjänst. Bytet av betalningsmodell föranleddes av den relativt låga kostnad förknippad med att fotokopiera papper. En minoritet av dagens kreditvärderingsinstitut använder sig dock fortfarande av en betalningsmodell baserad på prenumerationsavgifter. Se White, Lawrence J., *The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis, Rating Agencies and the Global Financial System*, Levich, Richard M., Majnoni, Giovanni, Reinhart, Carmen (red.), NYU Stern, Kluwer Academic Publishers, Boston, 2002. s. 47. Det ska dock nämnas i detta sammanhang att vissa kreditvärderingar, främst de som sker av stater (sovereign ratings), sker utan uppdrag från den värderade enheten. Dessa så kallade unsolicited ratings utgår från publik information och kan därför betraktas som mindre tillförlitliga. Se Fight, Andrew, *The Ratings Game*, John Wiley and Sons Ltd, West Sussex, 2001. s. 214 f.
- ¹⁹ Kreditvärderingsinstituten har exempelvis kritiserats för att erbjuda sina kunder bedömningar angående hur en viss transaktion kan påverka en viss värderad enhetens kreditbetyg. Se Partnoy, Frank, *How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers*, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 07-46, University of San Diego, 2006. s. 69 ff.
- ²⁰ Se exempelvis *The Financial Crisis Inquiry Report*, Financial Crisis Inquiry Commission, Official Government Edition, 2011. s. XXV. (Rapporten finns tillgänglig på <http://fcic.law.stanford.edu/>, hämtad 2013-11-07.) Strukturerade finansiella produkter är ett samlingsnamn för en finansiell produkt vilken består av olika typer av underliggande tillgångar. Ett exempel från den senaste finanskrisen är de lån med låg kreditkvalitet (sub-prime) som värdepapperiserades av finansiella institutioner och åsattes – ofta höga – kreditbetyg av kreditvärderingsinstituten. Se Valdez, Stephen & Molyneux, Philip, *An Introduction to Global Financial Markets*, 6 u., Palgrave Macmillan, London, 2010. s. 267 ff. samt s. 488.

Höjningen av kreditbetygen kan – enligt kritiker – förklaras av kreditvärderingsinstitutens önskan att vara sina kunder till lags.²¹

Vad gäller strukturerade finansiella produkter²² har kreditvärderingsinstitutet, utöver den nämnda övervärderingen, kritiserats för att de tagit en alltför aktiv roll i konstruerandet av de nämnda produkterna. Genom specifika instruktioner till emittenten av den strukturerade finansiella produkten kring hur produkten bör konstrueras i syfte att uppnå ett visst kreditbetyg, ansåg kritiker att kreditvärderingsinstitutet kommit att anta en roll som i vissa fall mer liknar emittentens än den oberoende kreditvärderarens.²³ Kreditvärderingsinstitutets tillkortakommanden har – enligt kritiker – förstärkts av investerare och andra marknadsaktörers starka tilltro till kreditvärderingar. En tilltro som till stor del upprätthållits genom kreditvärderingarnas ovan beskrivna funktion som redskap i finansmarknadsrättslig lagstiftning.²⁴

I samband med den europeiska skuldkrisen, vilken drabbade ett flertal europeiska länder med början år 2009, kom återigen kritik att riktas mot de ledande kreditvärderingsinstitutet. Till skillnad från tidigare tog nu kritiken mot institutet främst sikte på anklagelser om att institutet skulle ha en ogrundad negativ inställning gentemot europeiska länder.²⁵ Vidare kom kreditvärderingsinstitutets starka inflytande över framförallt stater att ifrågasättas.

²¹ Alcubilla García, Raquel & Ruiz del Pozo, Javier, *Credit Rating Agencies on the Watch List – Analysis of European Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 2012. s. 28.

²² Med strukturerad finansiell produkt menas värdepapper som består av flera, oftast två, olika typer av finansiella instrument.

²³ Se exempelvis Securities and Exchange Commission, *Report to Congress on Assigned Credit Ratings as Required by Section 939F of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, december 2012. s. 9 ff.

²⁴ *The Financial Crisis Inquiry Report*, Financial Crisis Inquiry Commission, Official Government Edition, 2011. s. 118 ff.

²⁵ Efter det att Portugals kreditvärdering under sommaren 2011 sänkts av kreditvärderingsinstitutet Moody's fällde EU-kommissionens ordförande José Manuel Barroso följande uttalande: "It seems strange that there is not a single rating agency coming from Europe. It shows there may be some bias in the markets when it comes to the evaluation of specific issues of Europe." Se www.reuters.com/article/2011/07/06/eurozone-ratings-barroso-idUSB5E7HL-07O20110706 hämtad 2013-11-07.

3. EU-rättslig reglering och tillsyn av kreditvärderingsinstituten och deras verksamhet

3.1 Bakgrund

Diskussionen kring regleringen av kreditvärderingsinstituten inom EU kom dock att uppstå redan i efterdyningarna av skandalen kring det amerikanska energibolaget Enrons konkurs i början av det förra decenniet.²⁶ Diskussionerna inom EU utmynnade sedermera i ett meddelande från kommissionen till Europaparlamentet i december 2005.²⁷ Kommissionen slog inledningsvis fast att den roll kreditvärderingsinstituten har på finansmarknaden i allmänhet är positiv för såväl den som låter sig värderas som de som förlitar sig på institutens bedömningar. Trots detta menade kommissionen att ett antal farhågor bör uppmärksammas.

Kreditvärderingsinstituten ansågs behöva höja kvaliteten på sina kreditvärderingar, implementera en mer öppen kreditvärderingsprocess samt anstränga sig ytterligare för att bibehålla sitt oberoende. Kommissionen ansåg dock att en särskild reglering av branschen inte var behövlig med hänvisning dels till den befintliga EU-rättsliga allmänna finansmarknadsregleringen,²⁸ samt dels till den uppförandekod för kreditvärderingsinstitut som år 2004 hade utfärdats av den internationella paraplyorganisationen för tillsynsorgan

²⁶ När det amerikanska energibolaget Enron kollapsade år 2001 framfördes allvarlig kritik mot de kreditvärderingsinstitut som alltför sent anpassade bolagets kreditvärdering. Se exempelvis *Rating the Raters: Enron and the Credit Rating Agencies*, United States Congress Senate Committee on Governmental Affairs, 2002. År 2002 infördes i USA the Sarbanes-Oxley Act, vilken bland annat gav den amerikanska tillsynsmyndigheten för värdepappersmarknaden (SEC) i uppdrag att ytterligare utreda kreditvärderingsinstitutens roll på den amerikanska finansmarknaden.

²⁷ Meddelande från kommissionen om kreditvärderingsinstitut (2006/C 59/02). Meddelandet publicerades i EU:s officiella tidning den 11 mars 2006. Angående rättskällevärdet av EU-rättsliga icke-bindande rättsakter, såsom kommissionens meddelanden, hänvisas till Hettne, Jörgen, Otken Eriksson, Ida, (red.), *EU-rättslig metod*, 2 u., Norstedts Juridik, Stockholm, 2011. s. 46 ff. Meddelandet ifråga utgjorde ett svar på en motion som tidigare hade väckts i Europaparlamentet (2003/2081(INI)).

²⁸ De regler som kommissionen ansåg tillämpliga på kreditvärderingsinstituten och deras verksamhet var 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 2006/49/EG av den 14 juni 2006 om kapitalkrav för värdepappersföretag och kreditinstitut (CRD) (EUT L 177/201, 30.6.2006) samt 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).

för värdepappersmarknaden, IOSCO.²⁹ Den aktuella uppförandekoden är avsedd att tillämpas av samtliga kreditvärderingsinstitut. Uppförandekodens övergripande syften är att bidra till en ökad kvalitet hos kreditvärderingar att bibehålla institutens oberoende genom att motverka intressekonflikter samt att förstärka skyddet för investerare. Koden saknar sanktioner, men fordrar att det institut som väljer att avvika från dess regler motiverar sitt eventuella avsteg (*Comply or Explain*).³⁰ Kommissionen nöjde sig alltså i sitt meddelande med att påpeka att kreditvärderingsinstitutet bör följa uppförandekoden samt att dess efterlevnad ska övervakas.³¹

Den senaste finanskrisen gav dock upphov till krav på ytterligare reglering av finansmarknaden. I oktober 2008 gav EU-kommissionen således en *hög-nivågrupp* under fransmannen Jacques Larosières ledning i uppgift att presentera förslag till framtida reglering och tillsyn av finansmarknaden inom unionen.³² Rapporten som gruppen sedermera lade fram (Larosière-rapporten) innehöll kritik på flera punkter mot kreditvärderingsinstitutet.³³ Den kritik som framhölls i den presenterade rapporten, var i stort densamma som nämnts i föregående avsnitt.

3.2 Europaparlamentets och Rådets förordning nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut (CRA I)

Larosière-rapporten ledde till att kreditvärderingsbranschen, som dittills i det närmaste varit oreglerad inom unionen³⁴, blev föremål för en omfattande reglering. Det regleringsarbete som igångsattes resulterade i den ursprungliga

²⁹ International Organization of Securities Commissions. Den uppförandekod som IOSCO lanserade år 2004 benämns Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. År 2008 publicerades en något reviderad version av uppförandekoden.

³⁰ Se härom Coffee, John C. Jr., Ratings Reform: the Good, the Bad, and the Ugly, Harvard Business Law Review, Vol. 1, 2011. s. 248 ff.

³¹ Uppdraget att övervaka kreditvärderingsinstitutens efterlevnad av IOSCO:s uppförandekod gick till samarbetsorganisationen för tillsynsmyndigheterna inom Europa (CESR). En organisation som sedan den 1 januari 2011 ersatts av, bland annat, ESMA. Se nedan under 3.3.

³² The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Report, February 25, 2009, Brussels. Se exempelvis s. 69.

³³ A.a. s. 9 (pt. 19–22).

³⁴ Se pt. 2 i preambeln till Europaparlamentet och Rådets Förordning 2009/1060/EG av den 16 september 2009 om kreditvärderingsinstitut.

kreditvärderingsförordningen (CRA I), vilken trädde ikraft den 7 december år 2009.³⁵

Förordningens övergripande mål är att bidra till bättre kvalitet på de kreditbetyg som utfärdas inom unionen (art. 1) vilket i sin tur syftar till att skydda investerare samt upprätthålla stabilitet på finansmarknaden (pt. 7). Detta mål är tänkt att uppnås med hjälp av reglering av kreditvärderingsinstitutens interna styrning, samt reglering i syfte att motverka intressekonflikter inom kreditvärderingsbranschen. Förordningen innehåller således regler om registrering och tillsyn över kreditvärderingsinstitut samt regler kring styrning av instituten och dess värderingsmetoder. Endast kreditbetyg utfärdade av ett institut registrerat enligt förordningen får användas i *rättsligt reglerade sammanhang* (art. 4.1).³⁶ All typ av kreditvärdering är alltså inte omfattad av förordningen.³⁷

Som ovan nämnt har kritik framförts mot kreditvärderingsinstituten avseende deras nära kontakter med värdepappersemitterter. Kritiker har även pekat på de konsekvenser dessa intressekonflikter har fått i form av bristande kvalitet hos kreditbetygen. I syfte att öka institutens oberoende, och därmed minska risken för de nämnda intressekonflikterna, ställs i förordningen krav på att instituten ska inrätta adekvata funktioner med uppgift att upptäcka och rapportera eventuella intressekonflikter (art. 6).³⁸ Det yttersta ansvaret för att förebygga intressekonflikter ska ligga hos kreditvärderingsinstitutets ledning, som enligt förordningen ska ha ”gott anseende och besitta tillfredsställande kunskaper och erfarenheter”. Minst en tredjedel av ledamöterna av kreditvärderingsinstitutets ledning ska dessutom inta en självständig ställning i förhållande till institutet eller dess ägare.³⁹ De oberoende ledamöterna

³⁵ Europaparlamentets och Rådets förordning (EG) nr 1060/2009 av den 16 september 2009 om kreditvärderingsinstitut. Förordningen har kompletterats av lag (2010:1010) om kreditvärderingsinstitut.

³⁶ Med rättsligt reglerade sammanhang menas enligt art. 3.1.g ”användning av kreditbetyg för det specifika ändamålet att följa unionsrätten, eller unionsrätten såsom den genomförs i medlemsstaternas nationella lagstiftning”. Det är således enbart kreditvärderingar från registrerade kreditvärderingsinstitut som kan användas i syfte att, bland annat, uppfylla de krav som ställs i CRD IV samt i CRR (se ovan under 2).

³⁷ Förordningen omfattar exempelvis inte kreditvärderingar som tagits fram av ett kreditvärderingsinstitut på enskild begäran som inte är avsett för offentliggörande (pt. 19).

³⁸ Se vidare i pt. 7, avsnitt A samt pt. 1, avsnitt B i bilaga I till förordningen.

³⁹ I pt. 29 i förordningens preambel anges att med oberoende menas samma som i pt. 13 i avsnitt III i kommissionens rekommendation 2005/162/EG av den 15 februari 2005 om uppgifter för företagsexterna styrelseledamöter eller styrelseledamöter med tillsynsfunk-

ska ha som särskilt uppdrag att övervaka bland annat institutets arbete att motverka intressekonflikter. Dessa oberoende ledamöter får inte delta i själva kreditvärderingsverksamheten. Ej heller får deras ersättning vara kopplad till institutets affärsmässiga resultat.⁴⁰

Krav ställs även i förhållande till de anställda hos kreditvärderingsinstitutet. Förordningen kräver en tydlig avgränsning mellan de personer som är sysselsatta med själva kreditvärderingsprocessen och de som har till uppgift att förhandla fram de affärsmässiga villkoren för samma process (art. 7.2). Förordningen föreskriver även rotation av personal internt inom kreditvärderingsinstitutets olika enheter med jämna mellanrum (art. 7.4). De anställda omfattas även av bestämmelser om förbud mot insiderhandel samt regler om jäv. Den som har ett ägarintresse i ett bolag eller den som har en relation av annat slag med ett visst företag får inte delta i värderingen av detsamma (pt. 1 och 2 i avsnitt C i bilaga I). Regler finns även om sex månaders karantän för den som lämnar ett kreditvärderingsinstitut för att tillträda en anställning hos ”den centrala ledningen hos en kreditvärderad enhet” (pt. 7 i avsnitt C i bilaga I).

Förordningen innehåller även bestämmelser om att kreditvärderingsinstitutet ska offentliggöra information om de modeller och metoder de använder sig av i sin kreditvärderingsverksamhet. Graden av offentliggörande av denna materia ska vara så pass hög att användarna av kreditbetyget ifråga ska kunna ”genomföra en ’due diligence’ i syfte att bedöma om de kan förlita sig på dessa kreditbetyg eller inte” utifrån den information som av institutet ifråga offentliggjorts (pt. 25 samt art. 8). Förordningen kräver vidare att de registrerade kreditvärderingsinstitutet offentliggör samtliga sina kreditbetyg, samt eventuella beslut att avbryta en kreditvärderingsprocess (art. 10.1), att de tydligt anger om kreditbetyget avser en strukturerad finansiell produkt (art. 10.3) samt om kreditbetyget utfärdats utan medverkan av den kreditvärderade enheten (art. 10.5).

Förordningen uppställer även ett antal krav i syfte att öka tillförlitligheten hos kreditbetygen. Kreditbetygen ska bygga på en ”genomgripande analys” av all tillgänglig och relevant information (art. 8.2). Vidare ska de värderingsmetoder som används vara ”systematiska, konsekventa samt validerade på

tion i börsnoterade bolag och om styrelsekommittéer. I rekommendationen anges att en styrelsemedlem inte får ha varken affärs- eller familjemässiga relationer som kan orsaka en intressekonflikt i förhållande till företaget i fråga.

⁴⁰ Se pt. 2, avsnitt A i bilaga I till förordningen.

grundval av historiska erfarenheter” (art. 8.3). Fortlöpande, dock minst en gång per år, ska dessutom kreditvärderingsinstitutet se över sina redan utfärdade kreditbetyg. Denna skyldighet gäller även i förhållande till kreditvärderingsinstitutens värderingsmetoder (art. 8.5). I syfte att öka kreditbetygens tillförlitlighet ställer förordningen även krav på att de personer som instituten har anställt för att utföra kreditvärderingar ska vara tillräckligt kompetenta för att fullgöra sina arbetsuppgifter (art. 7.1).

De nationella tillsynsmyndigheterna ålades i förordningen tillsynsansvar över de kreditvärderingsinstitut som bedriver verksamhet inom respektive land. Det var även de nationella tillsynsmyndigheterna som ansvarade för att registrera kreditvärderingsinstitut verksamma inom landet ifråga (art. 15).⁴¹

3.3 Europaparlamentets och Rådets förordning nr 513/2011 om ändring av förordning nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut (CRA II)

Vid sidan av debatten om regleringen av kreditvärderingsinstituten och deras verksamhet, pågick en diskussion om hur EU:s tillsynsorgan för finansmarknaden bör vara organiserade. Resultatet blev inrättandet av ett övergripande tillsynssystem för den finansiella sektorn vilket medförde en omorganisation av unionens tillsynsmyndigheter. De nationella tillsynsmyndigheterna för finansmarknaden kom att kompletteras med ett överstatligt system. Tre nya tillsynsmyndigheter och ett övergripande samrådsorgan inrättades i syfte att övervaka den nationella implementeringen av regelverk inom den finansiella sektorn.⁴² De nya tillsynsmyndigheterna har även fått till uppgift att utfärda specifika riktlinjer, riktade till nationella tillsynsmyndigheter eller finans-

⁴¹ Finansinspektionen gavs genom lag (2010:1010) om kreditvärderingsinstitut ansvaret för såväl tillsyn som reglering av kreditvärderingsinstitut i Sverige. Inget kreditvärderingsinstitut registrerades dock hos Finansinspektionen innan ansvaret för tillsyn och registrering överflyttades till ESMA (se nedan under 3.3).

⁴² De tillsynsmyndigheter som skapades var European Banking Authority (EBA, banker), European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA, försäkringar och tjänstepension) samt European Securities and Markets Authority (ESMA, värdepapper och marknader). Gemensamt benämns dessa myndigheter European System of Financial Supervision (ESFS). Myndigheterna motsvaras av de kommittéer som innan reformen hade till uppgift att övervaka och samordna arbetet inom respektive sektor av finansmarknaden. Koordineringen mellan dessa myndigheter, kommissionen och Europeiska centralbanken (ECB) sker av European Systemic Risk Board (ESRB).

marknadsaktörer.⁴³ Som en följd av denna omstrukturering trädde den 1 juni 2011 en ändring av kreditvärderingsförordningen i kraft (CRA II).⁴⁴ Ändringsförordningen syftade – i linje med den nyss nämnda omorganisationen – till att överflytta tillsynsansvaret över kreditvärderingsinstituterna från de nationella tillsynsmyndigheterna till EU:s nybildade tillsynsmyndighet för värdepappersmarknaden, European Securities and Markets Authority (ESMA).⁴⁵ Sedan den 1 juli 2011 har ESMA därmed exklusiv kompetens att utöva tillsyn över samt registrera kreditvärderingsinstitut verksamma inom unionen.⁴⁶ De nationella tillsynsmyndigheterna ska dock lämna ESMA den assistans som myndigheten behöver för att genomföra sin tillsyn enligt förordningen.⁴⁷ Tillsynen över kreditvärderingsinstitut har därmed blivit en av de första verksamheter på detta område som centraliserats till EU-nivå.⁴⁸

Finner ESMA att ett kreditvärderingsinstitut agerat i strid med förordningen, har myndigheten möjlighet att bland annat återkalla kreditvärderingsinstitutets registrering (art. 24.1.a), tillfälligt förbjuda kreditvärderings-

⁴³ Närmare förklaringar och bakgrund till denna omstrukturering går exempelvis att finna i prop. 2011/12:70, Europeiskt tillsynssamarbete för finansmarknaden, s. 40 ff. Finansinspektionen utvecklar närmare sin syn på dessa riktlinjer i sin promemoria Genomförande av de europeiska tillsynsmyndigheternas riktlinjer och rekommendationer, FI Dnr 12-12289, 2013-02-08. Se även Stattin, Daniel & Söderström, Rebecca, Tillsyn på den europeiska finansmarknaden efter finanskrisen – några implikationer för Sverige, SvJT 2011 s. 451 ff.

⁴⁴ Europaparlamentets och Rådets förordning (EU) nr 513/2011 av den 11 maj 2011 om ändring av Europaparlamentets och Rådets förordning (EG) nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut. Se pt. 5 samt pt. 6 i preambeln till CRA II. Följdändringar i 2010 års lag om kreditvärderingsinstitut har föreslagits i prop. 2011/12:40 Ändrad tillsyn över kreditvärderingsinstitut.

⁴⁵ Se Europaparlamentets och Rådets förordning nr 1095/2010/EU av den 24 november 2010 om inrättande av en europeisk tillsynsmyndighet (Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten) (EUT L 331/84, 15.12.2010).

⁴⁶ Fram till och med den 3 juni 2013 har ESMA godkänt 37 kreditvärderingsinstitut. Merparten av dessa är dotterföretag till något av de tre ledande kreditvärderingsinstituterna: Standard & Poors, Moody's och Fitch (se www.esma.europa.eu/page/List-registered-and-certified-CRAs hämtad 2013-11-07). ESMA är ensamt ansvarigt för registrering och tillsyn av kreditvärderingsinstitut men har möjlighet att delegera vissa uppgifter till nationella behöriga myndigheter.

⁴⁷ Se bland annat art. 23.c.4 samt art. 23.d.5 i förordningen. Av 2 § lag (2010:1010) om kreditvärderingsinstitut följer att den i Sverige behöriga myndigheten är Finansinspektionen.

⁴⁸ Blair, William, Board of Appeal of the European Supervisory Authorities, *European Business Law Review*, Vol. 24, no. 2, 2013. s. 166.

institutet att utfärda kreditbetyg (art. 24.1.b) samt upphäva användningen i rättsligt reglerade sammanhang av kreditbetyg som utfärdats av kreditvärderingsinstitutet (art. 24.1.c). ESMA ges därutöver möjligheten att ålägga det kreditvärderingsinstitut som överträtt förordningens regler att betala sanktionsavgift (art. 36a).⁴⁹

3.4 Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 462/2013 om ändring av förordning (EG) nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut (CRA III)

3.4.1 Bakgrund

Enbart fyra och en halv månad efter det att CRA II-förordningen trätt ikraft, föreslog kommissionen i november 2011 ett flertal ytterligare tillägg till regelverken kring kreditvärderingsinstitutet och deras verksamhet (CRA III).⁵⁰ Förslaget innehåller regler som primärt syftar till att göra kreditvärderingar mer tillförlitliga genom att, bland annat, ytterligare begränsa intressekonflikter inom kreditvärderingsbranschen.⁵¹ Förslaget innehåller även ett uttryckligt stadgande om civilrättsligt ansvar för kreditvärderingsinstitut som – genom en vårdslös kreditvärdering – orsakat skada.⁵² Den 3 december 2012 nåddes slutligen, efter ett drygt års förhandlingar, en politisk överenskommelse mellan Rådet och Europaparlamentet, vilket ledde till att ändringsförordningen kunde träda ikraft den 20 juni 2013. Nedan ges en översikt över de centrala delarna av förordningens innehåll med särskild vikt på införandet av ett särskilt civilrättsligt ansvar.

⁴⁹ I den svenska översättningen av förordningen används benämningen böter med avseende på dessa sanktionsavgifter. Termen böter indikerar i svensk rätt en straffrättslig påföljd, vilket det inte är fråga om i detta hänseende (jfr 25 kap. BrB).

⁵⁰ Kommissionens förslag till Europaparlamentets och Rådets förordning om ändring av förordning (EG) nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut (KOM (2011) 747 slutlig).

⁵¹ Europaparlamentet föreslog i ett betänkande den 8 juni 2011 kommissionen att tillskapa av eget kreditvärderingsinstitut. Förslaget kom dock att mötas av massiv kritik. Kritikerna befarade att ett sådant kreditvärderingsinstitut inte skulle ha samma trovärdighet som de nuvarande privata aktörerna samt att sådant projekt dessutom skulle bli kostsamt för unionens skattebetalare. Förslaget är till följd av denna kritik tills vidare lagt på is (KOM (2011) 747 slutlig). s. 12 f.

⁵² Se Ulfbeck, Vibe, *Civil Liability of Credit Rating Agencies – A Professional Liability Regime?*, *Perspectives on Credit Rating Agencies*, Red. Kleineman Jan, Gorton, Lars & Verständig, Aron, Jure, Stockholm, 2013. s. 309 ff.

3.4.2 Översikt

För att säkerställa kreditvärderingsinstitutens oberoende och därmed motverka intressekonflikter införs vissa ägarbegränsningar; den som äger mer än fem procent av aktierna i ett kreditvärderingsinstitut tillåts inte äga mer än fem procent av aktierna i ett annat kreditvärderingsinstitut (art. 6a). Även regler om så kallad extern rotation införs (art. 6b). När det gäller så kallade återvärdepapperiseringar⁵³ införs en längsta tillåten avtalstid i förhållande till ett och samma kreditvärderingsinstitut. Den längsta tillåtna avtalstiden är fyra år för den typen av tillgångar. Efter att dessa fyra år förflutit behöver emittenten och kreditvärderingsinstitutet iakttä en ”cooling off period” vilken ska vara lika lång som avtalstiden (dock längst fyra år) varpå parterna tillåts ingå avtal om kreditvärdering på nytt.⁵⁴

Samtliga kreditbetyg som utfärdas ska meddelas ESMA, som i sin tur ska offentliggöra betygen i ett europeiskt kreditindex, benämnt *Eurix* (art. 11a). För att öka värderingarnas tillförlitlighet åläggs kreditvärderingsinstitutet dels att underrätta ESMA om de planerade förändringarna, dels att samråda med intressenter⁵⁵ och dels att informera ESMA om resultaten av samrådet (art. 8.5a, 8.6 samt 14.3).⁵⁶ Institutet ska dessutom underrätta den värderade enheten en arbetsdag före offentliggörande av kreditbetyget.⁵⁷ Detta i syfte att möjliggöra för den värderade enheten att påpeka eventuella sakfel innan kreditvärderingen ifråga offentliggörs.

Den uppdaterade förordningen syftar även till att minska finansmarknadens påstått överdrivna tilltro till kreditbetyg. Istället för att slentrianmässigt

⁵³ Återvärdepapperiseringar är en värdepapperisering som i sin tur har en värdepapperisering som underliggande position. Typiskt är att ett antal värdepapperiserade instrument som bedömts ha en risk på medelnivå packats om till ett nytt instrument. Dessa nya instrument har av kreditvärderingsinstitut och marknadsaktörer ofta bedömts ha en låg risk. Med hänsyn till deras komplexitet och inbördes korrelerade förlustrisker innebär en sådan återvärdepapperisering högre risk än en enkel värdepapperisering. Se exempelvis *The Financial Crisis Inquiry Report*, Financial Crisis Inquiry Commission, Official Government Edition, 2011. s. 42 ff.

⁵⁴ Kommissionen hade dock initialt föreslagit att denna externa rotation skulle omfatta kreditvärdering av samtliga tillgångslag. Se Lamberth Per, *Changes to the EU Regulatory Framework for Credit Rating Agencies, Perspectives on Credit Rating Agencies*, Red. Kleinman Jan, Gorton, Lars & Verständig, Aron, Jure, 2013. s. 252 ff.

⁵⁵ Begreppet intressenter är dock inte närmare definierat i förordningen.

⁵⁶ Se Lamberth Per, *Changes to the EU Regulatory Framework for Credit Rating Agencies, Perspectives on Credit Rating Agencies*, Red. Kleinman Jan, Gorton, Lars & Verständig, Aron, Jure, 2013. s. 257.

⁵⁷ Se avsnitt D, del I, pt. 3 i bilaga I till förordningen.

förlita sig på externa kreditbetyg vid bedömningen av tillgångars kreditvärdighet, vill EU att finansmarknadens aktörer ska – i en större utsträckning än idag – implementera en kreditvärderingsprocess som inte är avhängig kreditvärderingsinstitutens bedömningar. Artikel 5a föreskriver därför en skyldighet för vissa finansiella institut att utföra sin egen kreditriskbedömning. Slutligen innehåller förordningen ett förbud riktat till EU:s egna myndigheter (inklusive ESMA) mot att i sina riktlinjer hänvisa till kreditbetyg (art. 5b) samt ett uppdrag till kommissionen att se över hänvisningar till kreditvärderingar i unionsrätten i syfte att dessa ska vara avlägsnade senast den 1 januari 2020 (art. 5c).⁵⁸ På så vis önskar man minska den ”halvofficiella” roll som kreditvärderingar alltså har genom deras funktion som måttstock i finansmarknadsrättslig lagstiftning.⁵⁹

3.4.3 Särskilt om kreditvärderingsinstitutens civilrättsliga ansvar

Ett särskilt problem som identifierats är den begränsade möjligheten för tredje man, som lidit en ekonomisk förlust till följd av en vårdslös kreditvärdering, att få ersättning för sina förluster från det skadevällande kreditvärderingsinstitutet. Eftersom en investerare som vid sitt investeringsbeslut förlitat sig på ett kreditbetyg normalt inte står i en avtalsrelation i förhållande till institutet, menar kommissionen att kreditvärderingsinstitutets eventuella skadeståndsansvar mot den skadelidande investeraren ofta inte kan göras gällande (pt. 32).⁶⁰ Artikel 35a är även tillämplig på värdepappersemitterter som normalt befinner sig i en avtalsrelation med kreditvärderingsinstitutet. Det har i litteraturen på området talats om ett *accountability gap*. Med detta

⁵⁸ Det kan i detta sammanhang vara av intresse att notera att den amerikanske lagstiftaren redan i Dodd-Frank Act från år 2010 ålade samtliga federala myndigheter att se över sina regelverk samt, i den mån så var möjligt, snarast avlägsna samtliga referenser till externa kreditvärderingar (Section 939A).

⁵⁹ Intressant nog används referenser till kreditvärderingar fortsatt i EU-rättsliga regelverk. Se exempelvis art. 113 i Europaparlamentets och Rådets förordning nr 575/2013/EU av den 26 juni 2013 om tillsynskrav för kreditinstitut och värdepappersföretag (CRR). I artikel 77.2 i 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) uppmanas dock de behöriga myndigheterna att se till så att kreditinstitutet ”inte uteslutande eller slentrianmässigt förlitar sig på externa kreditbetyg vid bedömningen av en enhets eller ett finansiellt instruments kreditvärdighet”. Se vidare SOU 2013:65, Förstärkta kapitaltäckningsregler, s. 284 f.

⁶⁰ Se ovan under 2 angående den betalningsmodell som majoriteten av kreditvärderingsinstitutet använder sig av.

menas att investerare och andra marknadsaktörer kan lida stor ekonomisk skada till följd av en vårdslös kreditvärdering samtidigt som de saknar möjlighet att hålla det ansvariga kreditvärderingsinstitutet skadeståndsskyldigt för förlusten ifråga.⁶¹

Artikel 35a innehåller således en skyldighet för medlemsstaterna att införa rättsliga möjligheter för en investerare eller en värdepappersemittent, som lidit skada på så sätt som ovan beskrivits, att få skadestånd av det ansvariga kreditvärderingsinstitutet. Skadestånd ska enligt förordningen, utgå i det fall vissa specificerade överträdelse av förordningens regler förekommit.⁶² Överträdelsen ska därutöver ha kommit att påverka ett kreditbetyg som i sin tur åsamkat nämnda investerare eller emittent skada. Den skadelidande måste naturligtvis även kunna visa att den ifrågavarande överträdelsen påverkat kreditvärderingen samt att han eller hon med fog förlitat sig på densamma (art. 35a.1).⁶³ Förordningen gör dock endast kreditvärderingsinstitutet ansvariga vid uppsåtliga eller grovt oaktsamma överträdelser (art. 35a.1). Intressant att notera i detta avseende är att det civilrättsliga ansvaret inte är direkt kopplat till en felaktig kreditvärdering, utan till en överträdelse av själva förordningen. Eftersom den skadegörande handlingen består i en överträdelse av förordningens regelverk, behöver den skadelidande parten ej visa på att kreditvärderingen på något vis varit felaktig, utan endast på att förordningens bestämmelser överträtts.⁶⁴

Juridiska termer såsom skada, vårdslöshet och uppsåt, ska definieras enligt den nationella lagstiftning som i enlighet med internationella privaträttsliga regler ska tillämpas. (art. 35a.4).⁶⁵ Slutligen betonas i förordningen att medlemsstaterna äger ålägga kreditvärderingsinstitutet ett civilrättsligt ansvar utöver vad som förordningen stadgar (art. 35a.5). Det bör i detta sammanhang nämnas att ett av unionens medlemsländer – Frankrike – sedan några

⁶¹ Se exempelvis Rousseau, Stephen, *The accountability of Credit Rating Agencies*, McGill Law Journal, 2006. s. 642 f.

⁶² De relevanta överträdelserna framgår av Bilaga III till förordningen.

⁶³ För det fall den skadelidande parten är en värdepappersemittent måste denne istället visa att denne eller dennes finansiella instrument omfattas av kreditbetyget ifråga och att överträdelsen inte berodde på vilseledande eller inkorrekta upplysningar som emittenten tillhandahållit kreditvärderingsinstitutet.

⁶⁴ Givetvis måste, som framgår ovan, den skadelidande även visa på att denne drabbats av en skada orsakad av det ifrågavarande kreditvärderingsinstitutet.

⁶⁵ Lagvalsfrågor i detta hänseende torde därför avgöras genom en tillämpning av Rom II-förordningen. Även frågor om jurisdiktion ska, enligt förordningen (art.35a.4), avgöras i enlighet med internationella privaträttsliga regler (Bryssel I-förordningen).

år tillbaka har en uttrycklig reglering kring kreditvärderingsinstitutens ansvar mot tredje man i sin lagstiftning. Artikel 10 i 2010 års *Loi Française de Régulation Bancaire et Financière* föreskriver, likt den nämnda artikel 35a, ett civilrättsligt ansvar för kreditvärderingsinstitut som genom en överträdelse av kreditvärderingsförordningen åsamkat en investerare skada.

4. Diskussion

4.1 Inledande anmärkningar

Det är inte helt ovanligt att en finansiell kris ger upphov till nya regleringar. Det är därför kanske inte så underligt att kreditvärderingsinstituten vars verksamhet – av många bedömare – ansetts såsom en av de bidragande faktorerna till den senaste finanskrisen blivit föremål för den omfattande reglering som ovan redogjorts för.⁶⁶ Under en tidsperiod om cirka tre år, räknat från det att den ursprungliga kreditvärderingsförordningen trädde ikraft, har inte enbart en, utan två ändringsförordningar trätt ikraft. Sannerligen ett imponerande tempo om man betänker att kommissionen samtidigt varit sysselsatt med att införa en lång rad andra finansmarknadsregleringar under samma tidsperiod.

Min avsikt med detta avsnitt är att föra fram några generella synpunkter gällande vissa utvalda delar av den senaste förordningen, som redogjorts för ovan.

4.2 Kreditvärderingsinstitutens metoder och modeller

Den första reform som jag avser att fokusera på är regleringen av kreditvärderingsinstitutens metoder och modeller.

Genom den senast ikraftträdde förordningen åläggs, som ovan nämnt, kreditvärderingsinstituten att i förväg underrätta ESMA ifall det avser att ändra sina befintliga värderingsmetoder alternativt om det vill införa nya sådana (art. 14.3). Till skillnad från vad som kommissionen ursprungligen hade föreslagit får ESMA ingen möjlighet att förhindra ett kreditvärderingsinstitut från att införa en värderingsmetod som den anser vara olämplig. Frågan är dock vilket ansvar ESMA, trots detta, har att göra sin röst hörd ifall

⁶⁶ Se exempelvis The Financial Crisis Inquiry Report, Financial Crisis Inquiry Commission, Official Government Edition, 2011. s. XXV eller Partnoy, Frank, Overdependence on Credit Ratings was a Primary Cause of the Crisis, Legal Studies Paper No. 09–015, University of San Diego, 2009, passim.

den anser att en viss värderingsmetod är olämplig. Att ålägga kreditvärderingsinstitutet en sådan underrättelseskyldighet måste rimligtvis medföra en viss skyldighet för ESMA att uppmärksamma allmänheten ifall den anser något vara problematiskt.

Som inledningsvis berördes består den globala kreditvärderingsmarknaden av ett flertal aktörer. På ett ytligt plan kan det framstå som om de olika instituten erbjuder samma tjänster samt att de metoder de använder sig av är likvärdiga. Detta intryck förstärks av det faktum att de ledande kreditvärderingsinstitutet använder sig av snarlika kreditvärderingsskalor. Vad som dock skiljer de olika kreditvärderingsinstitutet från varandra är att de – till viss del – använder sig av olika metoder och modeller för att värdera kreditrisken avseende en viss enhet.⁶⁷ Metoderna kan dessutom variera inom instituten beroende på vilken typ av enhet som värderas.⁶⁸ Att kontrollera dessa metoder och modeller torde – mot denna bakgrund – bli en vansklig uppgift för myndigheten.

Regleringen av kreditvärderingsinstitutets metoder och modeller har även ansetts vara kontraproduktivt i den meningen att det motverkar förordningens syfte att begränsa marknaden tilltro till kreditvärderingar. Genom att ESMA väljer att inte protestera mot en viss metod eller modell för kreditvärdering anser kritiker att myndigheten snarare kan bidra till att öka marknaden tillit till kreditvärderingarna.⁶⁹ En annan konsekvens härav är att myndigheten i förlängningen kan anses som medansvarig för en bristfällig kreditvärderingsmetod som den beslutat att godkänna.⁷⁰ I detta sammanhang bör slutligen artikel 23 i kreditvärderingsförordningen uppmärksammas. Bestämmelsen ifråga förbjuder nämligen ESMA från att ”ingripa när det gäller innehållet i kreditbetygen eller kreditvärderingsmetoderna”. Som jag ser det skapas här en spänning mellan å ena sidan denna bestämmelse och å andra sidan skyldigheten för kreditvärderingsinstitutet att underrätta

⁶⁷ Som en konsekvens därav följer att en viss enhet kan erhålla olika kreditbetyg från olika kreditvärderingsinstitut. Se de Haan, Jakob & Amtenbrink, Fabian, Credit Rating Agencies, DNB Working Paper No. 278, January 2011. s. 5.

⁶⁸ Langhor, Herwig & Langhor, Patricia, The Rating Agencies and Their Credit Ratings, Wiley Finance, West Sussex, 2008. s. 48 ff.

⁶⁹ de Haan, Jakob & Amtenbrink, Fabian, Credit Rating Agencies, DNB Working Paper No. 278, January 2011. s. 33 f.

⁷⁰ Utzig, Siegfried, The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective, ADBI Working Paper Series No. 188, Asian Development Bank Institute, 2010. s. 5.

ESMA om förändringar i deras metoder och modeller. En balansgång som kan bli vansklig för den unga myndigheten.⁷¹

4.3 Obligatorisk extern rotation

I syfte att öka kreditvärderingsinstitutens oberoende införs som ovan nämnt, en regel om obligatorisk extern⁷² rotation gällande återvärdepapperiserade finansiella produkter (art. 6b).⁷³ De tämligen komplicerade återvärdepapperiserade produkterna har av många bedömare ansetts vara en av de bidragande faktorerna till den senaste finanskrisen. Genom användandet av dessa finansiella instrument lyfte bankerna ut kreditrisk ur den egna balansräkningen och sålde den vidare till andra aktörer. Ett förfarande vilket sin tur möjliggjorde för bankerna att ytterligare öka sin redan höga utlåning.⁷⁴ Faktumet att dessa finansiella produkter ofta gavs en förmånlig kreditvärdering har ansetts som avgörande för möjligheten att överhuvudtaget kunna omsätta dem.⁷⁵ Det är mot den bakgrunden inte anmärkningsvärt att särskild reglering avseende kreditvärderingen av dessa produkter införs.

Inledningsvis måste här framhållas att tanken om att öka kreditvärderingsinstitutens oberoende i grunden är en god sådan. I det ursprungliga förslaget från kommissionen omfattades dock samtliga värdepapper av kravet på obligatorisk extern rotation. Förslaget mötte allvarlig kritik då det skulle medföra att företag som finansierar sin verksamhet genom, bland annat, utgivning av obligationer så ofta som årsvis skulle behöva vända sig till ett nytt institut för att få en värdering av sina värdepapper.⁷⁶ Att begränsa kravet på extern rotation till enbart de återvärdepapperiserade produkterna får anses

⁷¹ Se tal av ESMA:s Executive Director Verena Ross den 24 januari 2012. Talet finns tillgängligt på www.esma.europa.eu/system/files/2012-32_0.pdf hämtad 2013-11-07.

⁷² Begreppet extern används för att särskilja dessa rotationsregler från de redan gällande reglerna om intern rotation. Med intern rotation menas bestämmelserna i art. 7.4 vilka föreskriver gradvis rotation för de kreditanalytiker och andra befattningshavare hos kreditvärderingsinstitutet, vilka beslutar om kreditvärderingar. Dessa regler om extern rotation ska inte förväxlas med de redan i den ursprungliga kreditvärderingsförordningen förekommande regleringen om rotation av personal internt inom kreditvärderingsinstitutet.

⁷³ Se ovan under 3.1 samt 3.2.

⁷⁴ Se exempelvis Finanskriskommitténs delbetänkande SOU 2013:6 Att förebygga och hantera finansiella kriser. s. 66.

⁷⁵ Se exempelvis The Financial Crisis Inquiry Report, Financial Crisis Inquiry Commission, Official Government Edition, 2011. s. 146 ff.

⁷⁶ Lindebäck Brandt, Eva, Rating of Enterprises, Perspectives on Credit Rating Agencies, Red. Kleineman Jan, Gorton, Lars & Verständig, Aron, Jure, Stockholm, 2013. s. 227.

vara ett steg i rätt riktning eftersom det framstår bättre avvägt.⁷⁷ Trots detta föreligger ändå, i min mening, en viss osäkerhet kring hur den obligatoriska externa rotationen kan komma att fungera i praktiken. Som jag inledningsvis redogjorde för präglas marknaden för kreditvärdering av en oligopolstruktur där tre aktörer totalt dominerar marknaden.⁷⁸ Den nämnda bestämmelsen kan i bästa fall leda till en uppluckring av nuvarande marknadsstruktur eftersom även de mindre institutens tjänster kommer att bli efterfrågade. Frågan är dock om en sådan positiv effekt kan åstadkommas.

I den internationella debatten kring regleringen av kreditvärderingsinstitut har det ofta framförts att institutens viktigaste tillgång är deras anseende. Det är detta anseende som – av vissa – anses som själva grunden för kreditvärderingsverksamheten i stort. Det är först då marknaden sätter sin tillit till kreditvärderingsinstitutet och deras värderingar som de får någon verklig betydelse.⁷⁹ Marknadens tillit till kreditvärderingsinstitutet riskerar dock att påverkas negativt av det faktum att i dagsläget okända och oprövade institut, genom dessa regler, kommer att bli anlitate för att utföra en del av kreditvärderingen av dessa värdepapper.⁸⁰ De nya reglerna kan visserligen komma att leda till en bredare acceptans för kreditvärderingsinstitut som inte är marknadsdominerande i dagsläget. Vidare kan de nämnda reglerna komma att motverka inlåsnings effekter; en emittent kan i dagsläget tveka inför att byta kreditvärderingsinstitut då det kan framkalla tvivel avseende kreditvärdigheten.⁸¹

Frågan är dock om dessa förväntade fördelar uppväger den risk som reglerna om obligatorisk extern rotation medför.⁸² Det är nämligen högst osäkert huruvida de mindre instituten besitter den kompetens och kapacitet

⁷⁷ Kommissionen har dock deklarerat att den kan tänka sig att föreslå en utsträckning kravet på obligatorisk extern rotation till att även omfatta andra finansiella instrument. Se brev från kommissionen till amerikanska Securities and Exchange Commission daterat den 8 maj 2013, dnr MARKT/F4 PC/cv (2013) 1129724.

⁷⁸ Se ovan under 2.

⁷⁹ Se Husisian, Gregory, What Standard of Care Should Govern the World's Shortest Editorials?: An Analysis of Bond Rating Agency Liability, Cornell Law Review, 1990. s. 426 f. Jfr dock Partnoy, Frank, The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies, Washington University Law Quarterly, 1999. s. 628 ff., samt nedan under 5.5.

⁸⁰ Jfr dock nedan under 4.5 angående grunden för marknaden tillit till kreditvärderingar.

⁸¹ Dittrich, Fabian, The Credit Rating Industry – Competition and Regulation, Universität zu Köln, Köln, 2007. s. 80 f.

⁸² Se tal av ESMA:s Executive Director Verena Ross den 24 januari 2012. Talet finns tillgängligt på www.esma.europa.eu/system/files/2012-32_0.pdf hämtad 2013-11-07.

som krävs för att genomföra – de ofta komplicerade – kreditvärderingarna av återvärdepapperiserade produkter. Innan dylika regler genomförs är det av stor vikt att kommissionen förvissar sig om att ett flertal kreditvärderingsinstitut, utöver de tre ledande, har kompetens och kapacitet nog för att leva upp till marknads förväntningar på högkvalitativa kreditvärderingar. En fråga av mer principiell karaktär är huruvida obligatorisk extern rotation på längre sikt kan bidra till ökad kreditvärderingskvalitet. I syfte att attrahera ett så stort antal klienter som möjligt finns nämligen risken att kreditvärderingsinstituten kan komma att höja sina kreditvärderingar. En ökning av antalet kreditvärderingsinstitut kan därmed leda till en försämring av kvaliteten på de utfärdade kreditvärderingarna.⁸³

4.4 Civilrättsligt ansvar

4.4.1 Inledning

En av de mer ingripande åtgärderna i den förordning som trädde ikraft i juni 2013, är den regel om ett särskilt civilrättsligt ansvar för kreditvärderingsinstitut som, genom en överträdelse av förordningen, åsamkar tredje part skada (art. 35a).⁸⁴ Införandet av en uttrycklig regel om civilrättsligt ansvar ger upphov till ett flertal intressanta frågor. Frågan huruvida kreditvärderingsinstituten bör åläggas ett särskilt civilrättsligt ansvar har varit en av de mer omdiskuterade i den internationella regleringsdebatten avseende kreditvärderingsinstituten och deras verksamhet. För att fullt ut kunna förstå denna fråga, krävs en kortare bakgrund avseende hur kreditvärderingsinstitutens civilrättsliga ansvar sett ut historiskt, samt avseende de förändringar av ansvaret vilka, genom såväl lagstiftning som rättspraxis, börjat ta form på senare tid.

⁸³ I en uppmärksam studie studerade ekonomerna Bo Becker och Todd Milbourn vilka konsekvenser en ökad konkurrens inom kreditvärderingindustrin får avseende på kreditvärderingarnas kvalitet. Genom att studera Standard & Poor's och Moody's kreditvärderingar under den period då Fitch fick ett ökat inflytande på marknaden, kunde en generell höjning av de kreditbetyg, som under samma period avgavs från de bägge etablerade kreditvärderingsinstituten, observeras. Becker och Milbourn drog mot denna bakgrund slutsatsen att ökad konkurrens inte är till särskild stor nytta i kreditvärderingsbranschen, utan i slutändan kan tvinga kreditvärderarna att ta större hänsyn till emittenternas behov, vilket sänker den generella kvaliteten på kreditbetygen. Se Becker, Bo, Milbourn, Todd, How did increased competition affect credit ratings?, *Journal of Financial Economics*, Volume 101, Issue 3, September 2011. s. 493 ff. Se även Becker, Bo, *Kreditbedömningar under finanskrisen – analys och reformalternativ*, Rapport nr 7, Finansmarknadskommittén, 2011. s. 17 ff.

⁸⁴ Se ovan under 3.4.2.

4.4.2 Kreditvärderingsinstitutens civilrättsliga ansvar i rättspraxis

I USA, där de större kreditvärderingsinstituten har hemvist, har flera processer inletts om skadestånd till följd av vårdslösa kreditvärderingar. Dessa kan grovt indelas i två kategorier. Den första kategorin gäller de fall i vilka en viss värdepappersemittent, eller annat rättssubjekt, varit missnöjd med den kreditvärdering som den själv eller dess emitterade värdepapper blivit tilldelad. I denna kategori av rättsfall har den avgörande frågan varit huruvida kreditvärderingar är omfattade av den i den amerikanska konstitutionen garanterade yttrandefriheten (First Amendment) eller ej. I ett vägledande avgörande från år 1999 slog en federal appellationsdomstol fast att en kreditvärdering ska likställas med ett uttalande eller en åsikt som exempelvis publicerats i en tidning.⁸⁵ Som en följd därav uttalade domstolen att skadestånd enbart kunde utgå i de fall då den skadelidande parten kunde visa att den aktuella kreditvärderingen innehåller medvetet osanna uppgifter (Actual Malice).⁸⁶ Ett krav som i praktiken visat sig svårt att uppnå.

Den andra kategorin gäller de fall där en investerare förlitat sig på en viss kreditvärdering som sedan visat sig felaktig, antingen på grund av att kreditvärderingsinstitutet använt sig av en bristfällig metod eller på grund av att institutet inte i tid anpassat sin kreditvärdering efter ändrade förhållanden. Utöver de yttrandefrihetsrättsliga aspekterna, har centrala frågor i dessa fall varit huruvida den skadelidande parten haft fog för sin tillit till den aktuella kreditvärderingen.⁸⁷ Diskussionen i dessa fall har även kommit att gälla före-

⁸⁵ Omständigheterna i målet var kortfattat dessa: en kommunal utbildningsförvaltning hade emitterat obligationer för att finansiera sin verksamhet. Förvaltningen hade tidigare använt sig av kreditvärderingsinstitutets Moody's tjänster, men valde denna gång att vända sig till två konkurrerande kreditvärderingsinstitut. Redan två timmar efter det att utbildningsförvaltningen hade fört ut sina obligationer på marknaden, publicerade Moody's en artikel i sitt elektroniska nyhetsbrev "Rating News". Av artikeln framgick att förvaltningens ekonomiska situation var problematisk. Efter enbart ett par minuter hade nyheten vidareförmedlats via olika nyhetsförmedlingstjänster. Effekten av publiceringen av denna information blev att utbildningsförvaltningen blev tvungna att åsätta obligationerna en högre ränta i syfte att överhuvudtaget kunna sälja dessa. Detta medförde en förlust för utbildningsförvaltningen på 769 000 USD. Se In re: Jefferson County School District No v. Moody Investor Services Inc., U.S. Court of Appeals for the 10th Circuit, No. 97-1157, dom den 4 maj 1999.

⁸⁶ Se även Compuware Corp. v. Moody's Investors Services Inc., 499 F.3d 520, U.S. Court of Appeals for the 6th Circuit, dom den 23 augusti 2007.

⁸⁷ Se Quinn v. McGraw Hill Companies Inc., U.S. Court of Appeals 7th Circuit, No. 97-3269, dom den 16 februari 1999.

varon av en *special relationship*⁸⁸ mellan kreditvärderingsinstitutet och den skadelidande parten.⁸⁹ De amerikanska domstolarna har även på andra grunder ogillat skadeståndstalan mot kreditvärderingsinstitut.⁹⁰ Till dags dato har alltså – mig veterligen – kreditvärderingsinstitutet enbart hållits skadeståndsskyldiga av amerikansk domstol i ett fåtal av de fall i vilka deras ansvar till följd av en utfärdad kreditvärdering prövats.⁹¹ Det finns i dagsläget ett antal pågående tvister i europeiska domstolar i vilka investerare och andra skadelidande parter försökt utverka skadestånd från kreditvärderingsinstitut på grundval av en vårdslös kreditvärdering.⁹² Av dessa mål har dock inget ännu kommit att avgöras.⁹³

⁸⁸ Begreppet *special relationship* används inom anglo-amerikansk rätt för att karaktärisera det nära förhållande som förutsätts för att skadestånd för ekonomisk skada åsamkad genom vårdslösa uttalanden ska utgå. Se exempelvis Rogers, W.V.H., Winfield & Jolowicz on Torts, 18 u., Sweet & Maxwell, London, 2010. s. 540 f.

⁸⁹ Se *Ohio Police & Fire Pension Fund et. al. v. Standard & Poor's et. al.*, U.S. Court of Appeals for the 6th Circuit, No. 2:09-cv-1054, dom av den 26 september 2011 samt *The Anschutz Corporation v. Moody's Investors service, Inc. and the McGraw-Hill Companies, Inc.*, U.S. Court of Appeals for the 2nd Circuit, No. 11-1305-cv, dom av den 14 augusti 2012.

⁹⁰ I ett avgörande från the U.S. Court of Appeals for the 2nd Circuit hade kärandena yrkat att Moody's och Standard & Poor's skulle hållas ansvariga såsom underwriters av vissa strukturerade finansiella produkter. Kärandena ansåg nämligen att de svarande kreditvärderingsinstitutet varit så pass involverade i själva processen att konstruera de aktuella produkterna att de de facto skulle anses som underwriters av desamma, och därmed åläggas det särskilda civilrättsliga ansvar som åvilar dessa. Domstolen godtog dock inte denna argumentation. Se *In re: Lehman Brothers Mortgage-Backed Securities Litigation et al.*, 2nd U.S. Circuit Court of Appeals, Nos. 10-0712, 10-0898, 10-1288, dom den 11 maj 2011.

⁹¹ "The only common element to these cases is that the rating agencies win." Se Partnoy, Frank, *The Paradox of Credit Ratings, Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System* i Levich, Richard M., Majnoni, Giovanni, Reinhart, Carmen (red.), NYU Stern, Kluwer Academic Publishers, Boston, 2002. s. 78 ff. Se även Kerwer, Dieter, *Holding Global Regulators Accountable: The Case of Credit Rating Agencies, Governance*, vol. 18, 2005. s. 469 samt Hørby Jensen, Camilla & Dietz Legind, Nina, *Festen er forbi... – mere om reguleringen af ratingbureauer* i Juridiske emner ved Syddansk Universitet, Godsk Pedersen, Hans Viggo (red.), 2011. s. 73 ff.

⁹² Enligt uppgifter i *The Financial Times* pågår för närvarande ett tjugotal rättsprocesser i Europa mot kreditvärderingsinstitut på grundval av en påstått felaktig kreditvärdering. Majoriteten av dessa mål pågår i antingen Tyskland eller Italien. Se *Agencies threatened with new waves of attacks*, artikel i *The Financial Times* den 6 november 2012.

⁹³ I sammanhanget förtjänar dock ett italienskt avgörande att nämnas. Efter den italienska mjölkproducentens Parmalats konkurs år 2003 riktade konkursförvaltarna en talan mot kreditvärderingsinstitutet Standard & Poor's, mot bakgrund av att institutet – enligt förvaltarna felaktigt – lät Parmalat behålla sin höga kreditvärdighet ända fram till ett par

Under den senaste tiden har dock en del tendenser till en förändring av det civilrättsliga ansvaret för kreditvärderingsinstitut kunnat skönjas. Här ska enbart nämnas ett fåtal. I ett avgörande av den australiska Federal Court, ansåg domstolen att kreditvärderingsinstitutet Standard & Poor's var skadeståndsskyldigt gentemot ett antal australiska kommuner som förlitat sig på institutens värderingar vid sina respektive beslut att investera i vissa komplicerade strukturerade finansiella produkter.⁹⁴ Även i USA börjar en del tendenser till en förändring av rättsläget att märkas. I ett uppmärksammat beslut från en federal amerikansk domstol har det slagits fast att kreditvärderingsinstitutet inte kan vara helt immuna mot en skadeståndstalan grundad på en felaktig kreditvärdering med hänvisning till den konstitutionellt skyddade yttrandefriheten, för det fall den aktuella kreditvärderingen utfärdats trots att institutet själva betvivlade kreditvärderingens riktighet vid dess utfärdande.⁹⁵

Ytterligare ett tecken på att trycket mot kreditvärderingsinstitutet har ökat är den stämning som det amerikanska justitiedepartementet riktade mot kreditvärderingsinstitutet Standard & Poor's i februari 2013.⁹⁶ Denna stämning grundar sig, till skillnad från tidigare mål, på en särskild lagstiftning som tillkom i efterdyningarna av 1980-talets finanskris. 1989 års *Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act* (FIRREA) innehåller regler vilka möjliggör för det amerikanska justitiedepartementet att – från den som begår vissa straffbelagda gärningar gentemot ett finansiellt institut omfattat av den federala insättningsgarantin – utverka s.k. *Civil Money Penalties*.⁹⁷ Liksom i det nyss nämnda beslutet är frågan här om huru-

dagar innan företaget försattes i konkurs. Det rörde sig alltså om en talan om avtalsbrott. Den italienska domstolen som avgjorde fallet ansåg att Standard & Poor's skulle återbetala den avgift den tagit för att utföra kreditvärderingen. Avgörandet har dock överklagats.

⁹⁴ Bathurst Regional Council v. Local Government Financial Services Pty Ltd (No 5) [2012] FCA 1200, avgörande av the Federal Court of Australia den 5 november 2012. Avgörandet har överklagats till den australiska högsta domstolen.

⁹⁵ Abu Dhabi Commercial Bank et al. v. Morgan Stanley & Co et al., U.S. District Court for the Southern District of New York, No. 08 Civ. 7508. Beslut av den 2 september 2009. Målet förlikades dock mellan parterna innan domstolen fällde sitt slutliga avgörande.

⁹⁶ United States of America v. McGraw Hill Companies, stämningensökan inlämnad den 4 februari 2013 vid U.S. District Court for the Central District of California.

⁹⁷ Det amerikanska justitiedepartementet har yrkat 5 miljarder dollar i s.k. Civil Money Penalties från Standard & Poor's. FIRREA har kommit att användas av det amerikanska justitiedepartementet som ett verktyg mot diverse finansiella institutioner som – enligt justitiedepartementet – gjort sig skyldiga till lagöverträdelse i samband med den senaste

vida kreditvärderingsinstitutet gjort sig skyldigt till ett medvetet vilseledande, något som alltså medför att det yttrandefrihetsrättsliga skyddet inte kan åberopas.⁹⁸

4.4.3 Utvidgandet av kreditvärderingsinstitutens civilrättsliga ansvar

Parallellt med den ovan kort beskrivna utvecklingen i rättspraxis har, som tidigare nämnts, en debatt förts om utvidgandet av det civilrättsliga ansvaret för kreditvärderingsinstitutet. Likt övriga aktörer som har till uppgift att tillse att finansmarknadens aktörer fullgör sina åligganden – till exempel revisorer – har kreditvärderingsinstitutet ansetts böra svara civilrättsligt för en eventuell vårdslös bedömning. De argument som förts fram för att utvidga kreditvärderingsinstitutets civilrättsliga ansvar är av preventiv karaktär; kreditvärderingsinstitutet ska inför risken att hållas ansvariga öka kvaliteten på sina kreditvärderingar.⁹⁹ Som en konsekvens därav skedde en utvidgning av kreditvärderingsinstitutets civilrättsliga ansvar genom införandet av the Dodd-Frank Act år 2010.¹⁰⁰ Denna ansvarsutvidgning har dock inte ännu haft någon effekt.¹⁰¹

finanskrisen. FIRREA:s popularitet förklaras bland annat av att frågor om s.k. Civil Money Penalties, trots dess stora likheter med straffrättsliga påföljder, ska prövas i ett civilmål, vilket medför ett lägre beviskrav för kändanden i förhållande till det beviskrav som uppställs i brottmål (Section 15). Detta är dock första gången en talan enligt FIRREA riktas mot ett kreditvärderingsinstitut. Se William, Jay, Valerie & Ali, Mir, FIRREA: An Old Acronym is Turning into the Government's New Hammer on Banks and other Financial Institutions, *The Banking Law Journal*, Vol. 129, No. 7, 2012. s. 579 ff.

⁹⁸ En etablerad princip när det gäller den amerikanska konstitutionella yttrandefriheten är att den inte skyddar den som gör sig skyldig till bedrägeri. Se exempelvis Barron Jerome & Dienes Thomas, *First Amendment Law*, 4 u., Thomson West, St Paul, 2008. s. 19 ff.

⁹⁹ Partnoy, Frank, How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers, *Legal Studies Research Paper Series*, Research Paper No. 07–46, University of San Diego, 2006. Jfr dock Husisian, Gregory, What Standard of Care Should Govern the World's Shortest Editorials?: An Analysis of Bond Rating Agency Liability, *Cornell Law Review*, 1990.

¹⁰⁰ Section 939G i the Dodd-Frank Act innebär ett avskaffande av det undantag från s.k. Expert Liability enligt 1933 års Securities Act, som kreditvärderingsinstitutet historiskt sett har åtnjutit. Innebörden av detta är kortfattat att kreditvärderingsinstitutet kan hållas ansvariga för en eventuell felaktig kreditvärdering som infogats i prospekt vid emission av värdepapper.

¹⁰¹ För att en emittent ska kunna använda sig av en kreditvärdering i sitt prospekt, krävs dock att samtycke inhämtats från det berörda kreditvärderingsinstitutet. Något som institutet vägrade efter det att Section 939G i the Dodd-Frank Act trädde ikraft. Detta har i sin tur föranlett the Securities and Exchange Commission att i ett så kallat no-action letter meddela att myndigheten inte kommer att rikta talan mot kreditvärderingsinstitutet på denna

Mot införandet av ett särskilt civilrättsligt ansvar för kreditvärderingsinstitut har – förutom yttrandefrihetsrättsliga argument – framförts att en uttrycklig reglering av institutens civilrättsliga ansvar kan avskräcka instituten från att värdera företag, värdepapper eller strukturerade finansiella produkter som de anser vara för riskabla att värdera. Då instituten främst riskerar att bli föremål för skadeståndsanspråk vid övervärdering av en värderad enhet, föreligger därmed en risk för att kreditvärderingar överlag blir alltför lågt satta.¹⁰² Det har vidare befarats att enbart ett fåtal utdömda skadestånd för vårdslös kreditvärdering skulle kunna ruinera det skadevällande kreditvärderingsinstitutet. Kritiker har påpekat att instituten helt enkelt inte förfogar över tillräckliga medel för att ersätta samtliga skadelidande vid en vårdslös värdering av exempelvis en strukturerad finansiell produkt, vars värde kan uppgå till enorma summor.¹⁰³ Kostnaderna för att försäkra sig mot dessa skadeståndsanspråk – i den mån de går att försäkra sig mot – riskerar slutligen att övervältras på institutens kunder.¹⁰⁴

4.4.4 Kreditvärderingsinstitutens civilrättsliga ansvar inom EU

Som tidigare nämnts motiveras införandet av ett särskilt civilrättsligt ansvar för kreditvärderingsinstitutet med att den skadelidande parten i regel inte har möjlighet att utkräva skadestånd för den skada som åsamkats genom en vårdslös kreditvärdering.¹⁰⁵ Frågan är dock om man i detta fall har valt att vidta åtgärder mot ett problem som inte – i vart fall ännu – existerar.¹⁰⁶ I sitt

grund. Se Partnoy, Frank & Darbellay, Aline, Credit Rating Agencies and Regulatory Reform, Research Handbook on the Economics of Corporate Law, Red. Hill, Claire A. & McDonnell, Brett, Edward Elgar Publishing, Northampton, 2012. s. 293 samt Morgenson, Gretchen, Hey, S.E.C., That Escape Hatch Is Still Open, The New York Times, publicerad den 5 mars 2011. Tillgänglig på www.nytimes.com/2011/03/06/business/06gret.html?_r=0 hämtad 2013-11-07.

¹⁰² Becker, Bo, Kreditbedömningar under finanskrisen – analys och reformalternativ, Finansmarknadskommittén rapport nr 7, 2011. s. 16. Som ett argument mot detta påstående kan det anföras att för lågt satta kreditvärderingar kan föranleda den värderade enheten, dvs. kreditvärderingsinstitutets avtalspart, att vidta kontraktuella sanktioner gentemot institutet ifråga.

¹⁰³ Coffee, John C Jr., Ratings Reform: the Good, the Bad and the Ugly, Harvard Business Law Review, Vol. 1, 2011. s. 252 f.

¹⁰⁴ Husisian, Gregory, What Standard of Care Should Govern the World's Shortest Editorials?: An Analysis of Bond Rating Agency Liability, Cornell Law Review, 1990. s. 460.

¹⁰⁵ Se ovan under 3.4.3.

¹⁰⁶ Det bör i detta sammanhang särskilt uppmärksammas att kommissionen i sin conse-

förslag till ändring av kreditvärderingsförordningen nämner kommissionens inget konkret fall i vilket en domstol inte bifallit ett skadeståndsanspråk grundat på en skada åsamkad genom vårdslös kreditvärdering.¹⁰⁷ Som framgått ovan saknas empiriska bevis för att det skulle vara omöjligt för en investerare, eller annan skadelidande part, att nå framgång med en talan mot ett kreditvärderingsinstitut på grundval av en påstått felaktig kreditvärdering. Man kan därför ifrågasätta om införandet av ett civilrättsligt ansvar är proportionellt i förhållande till det uppsatta målet.

En relaterad fråga är – naturligt nog – om inte EU borde överlåta åt de nationella domstolarna att pröva frågan om kreditvärderingsinstitutens rättsliga ansvar. Man kan även tänka sig att de nationella lagstiftarna, liksom Frankrike gjort, inför särskilda regler i detta hänseende.

4.5 Kreditvärderingsinstitutens obligatoriska funktion

Historiskt sett har värdet i en kreditvärdering bestått i det anseende som marknaden bedömt att det utfärdande kreditvärderingsinstitutet besitter. En aktör på finansmarknaden som avser att investera i ett visst värdepapper kan spara både tid och resurser om denne sätter sin tilltro till en professionell bedömning av det aktuella värdepapperets kreditvärdighet, istället för att undersöka saken själv. Detta är i grunden inte annorlunda än att den som söker efter en prisvärd restaurang i en främmande stad, förlitar sig på en bedömning utförd av en etablerad restaurangguide.

Hur uppstår detta förtroende? En marknadsaktör som gör sig känd för att erbjuda korrekta och träffsäkra bedömningar förvärvar efter tid ett visst *anseendekapital*.¹⁰⁸ En förutsättning för att investerare ska förlita sig på en viss

kvansanalys anger följande: ”in some Member States, including Poland and Sweden, such civil claims would not be possible” apropå investerares möjligheter att rikta en civilrättslig talan mot kreditvärderingsinstitut på grundval av en påstått felaktig kreditvärdering (Commission Staff Working Paper, Impact Assessment, Proposal for a Regulation amending Regulation (EC) No 1060/2009 on Credit Rating Agencies, COM(2011) 746. s. 19). Även om sådana mål ännu ej prövats, torde det inte finnas stöd för ett sådant påstående. Se exempelvis Scarso, Alessandro, The Liability of Credit Rating Agencies in a Comparative Perspective, *Journal of European Tort Law*, vol. 4, 2013. s. 162 ff.

¹⁰⁷ Kommissionens förslag till Europaparlamentets och Rådets Förordning om ändring av förordning (EG) nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut (KOM (2011) 747 slutlig).

¹⁰⁸ I engelskspråkig litteratur används i detta sammanhang begreppet *reputational capital*. Se exempelvis Partnoy, Frank, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, *Washington University Law Quarterly*, vol. 77, no. 3, 1999. s. 628 ff.

kreditvärdering är att det utfärdande kreditvärderingsinstitutet genom kreditvärderingen ifråga riskerar att mista sitt anseendekapital. Det förutsätts även att den möjliga förlusten av anseendekapital överstiger den eventuella vinst institutet ifråga kan få ut av att utfärda inkorrekta kreditvärderingar.¹⁰⁹ Ett institut vars kreditvärderingar inte håller måttet gör sig marknaden – enligt detta synsätt – per automatik av med.¹¹⁰

Det som dock särskilt utmärker kreditvärderingsindustrin är den obligatoriska roll som dess produkter – kreditvärderingarna – fyller i såväl lagstiftning som i privata avtal.¹¹¹ Den amerikanske juristen Frank Partnoy har i ett flertal uppmärksammade artiklar argumenterat för att kreditvärderingsinstitutet ska betraktas som försäljare av, vad han benämner som, *Regulatory Licences*.¹¹² Partnoy menar således att kreditvärderingsinstitutet inte bara erbjuder värdefull information utan även tillträde till finansmarknaden. Den som vill följa de krav som uppställs i viss lagstiftning på finansmarknadsrätterns område är tvungen att vända sig till kreditvärderingsinstitutet. I och med att institutet tilldelats denna obligatoriska roll, menar Partnoy, att uppfattningen att kreditvärderingsinstitutet skulle vara beroende av sitt anseende inte är i överensstämmelse med verkligheten.¹¹³ Följden av att institutet givits denna ”kvasiofficiella” roll har blivit att marknadskrafterna inte förmår att göra sig av med de underpresterande aktörerna inom kreditvärderingsbranschen.¹¹⁴ I detta hänseende kan ett tydligt civilrättsligt ansvar få en disciplinerande verkan för kreditvärderingsinstitutet.

Utöver detta har inkorporeringen av referenser till kreditvärderingar i lagstiftning ansetts medföra en överdriven och slentrianmässig tilltro till kredit-

¹⁰⁹ A.a. s. 632 f.

¹¹⁰ Husisian, Gregory, What Standard of Care Should Govern the World's Shortest Editorials?: An Analysis of Bond Rating Agency Liability, *Cornell Law Review*, 1990. s. 459.

¹¹¹ Se ovan under 2.

¹¹² Partnoy, Frank, The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies, *Washington University Law Quarterly*, vol. 77, no. 3, 1999. s. 681 ff.

¹¹³ A.a. s. 681 ff.

¹¹⁴ Partnoy beskriver detta som en paradox; kreditvärderingsinstitutet som, enligt honom, historiskt sett förmedlat allt sämre produkter har med tiden fått ett ökat inflytande. Det logiska vore istället – i vart fall om man är en anhängare av teorin om att kreditvärderingsinstitutet lever på sitt anseende – att institutets inflytande skulle minska i takt med att kvaliteten på dess produkter försämrades. Se Partnoy, Frank, The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies, *Washington University Law Quarterly*, vol. 77, no. 3, 1999. Passim. Se dock särskilt s. 620 f.

värderingsinstitutens bedömningar. Istället för att företa egna värderingar av kreditrisk, har aktörer såsom banker och investerare, förlitat sig på kreditvärderingsinstitutens bedömningar som alternativ till att företa egna. Detta har i sin tur ansetts medföra bristande rutiner för kreditvärdering hos nämnda aktörer. Överdriven tilltro till kreditvärderingar har dessutom ansetts medföra negativa tröskeleffekter.¹¹⁵

Som framgått ovan har en del av de kommande förändringarna av kreditvärderingsförordningen mött mer eller mindre allvarlig kritik. Så är dock inte fallet vad gäller ambitionerna att minska referenserna till kreditvärderingar i obligatoriska regelverk. Hos såväl de som begagnar sig av kreditvärderingsinstitutens produkter som hos instituten själva, finns en önskan om att i största möjliga mån avskaffa de nämnda referenserna.¹¹⁶ När investerare inte har någon annan anledning att välja att använda sig av kreditbetyg än att de faktiskt kan förlita sig på desamma, kommer sannolikt underpresterande kreditvärderingsinstituts marknadsandel att minska.¹¹⁷ Slopandet av de obligatoriska referenserna kommer troligtvis även att föranleda en förändring av stora delar av de regelverk som reglerar kreditvärderingsinstitutens verksamhet.¹¹⁸ Detta kan i sin tur leda till lägre inträdeströsklar för nya kreditvärderingsinstitut och därmed en ökad konkurrens inom kreditvärderingsindustrin.¹¹⁹ Avskaffandet av obligatoriska referenser kan samtidigt medföra att investerare i allt större utsträckning blir tvungna att implementera en egen kreditvärderingsprocess som inte är avhängig kreditvärderingsinstitutens bedömningar.

Det finns dock argument som talar i motsatt riktning. Främst bland dessa argument är att adekvata substitut till kreditvärderingar ej i dagsläget finns att tillgå.¹²⁰ Det har visserligen i litteraturen föreslagits marknadsbaserade

¹¹⁵ En sänkning av en kreditvärderad enhets kreditbetyg kan få oproportionerliga effekter då mekanismer i såväl offentliga författningar som privata avtal triggas. Se Kommissionens förslag till Europaparlamentets och Rådets Förordning om ändring av förordning (EG) nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut (KOM (2011) 747 slutlig). s. 4.

¹¹⁶ Se exempelvis 2011/12:FPM61 Ändrade regler för kreditvärderingsinstitut, m.m. s. 7 f.

¹¹⁷ Darbellay, Aline, *Regulating Ratings*, Schulthess Juristischen Medien AG, Zürich, 2011. s. 42.

¹¹⁸ A.a. s. 43 ff.

¹¹⁹ A.a. s. 39 f.

¹²⁰ Se exempelvis Dewatripont, Mathias, Freixas, Xavier (red.), *The Crisis Aftermath: New Regulatory Paradigms*, Centre for Economic Policy Research (CEPR), London, 2012. s. 95.

substitut till kreditvärderingar.¹²¹ En utvärdering av dessa förslag ryms dock ej inom ramen för denna artikel.

5. Minskat inflytande genom ökad reglering: en paradox?

Som torde ha framgått av det föregående kapitlet är den EU-rättsliga regleringen av kreditvärderingsinstitutet och deras verksamhet, liksom stora delar av den övriga regleringen på finansmarknadsrättens område, såväl omfattande som tekniskt komplex. När en ny reglering införs bör därför – naturligt nog – frågan ställas: *kan regleringen åstadkomma det syfte den förutsatt sig att uppnå?* Om man tar i beaktande att ett av denna reglerings huvudsyften är att minska finansmarknadens överdrivna tilltro till kreditvärderingsinstitutet och deras kreditvärderingar bör den nyss ställda frågan kompletteras med en följdfråga: *kan kreditvärderingsinstitutens inflytande minskas genom ökad reglering?*

I detta avseende kan man tala om ett slags ond cirkel; ju fler regler som görs beroende av kreditvärderingsinstitutet desto större anledning finns det att reglera deras verksamhet. Man kan i debatten efter den senaste finanskrisen urskilja olika spår vad gäller regleringen av kreditvärderingsinstitutet och deras verksamhet: Det ena spåret får sägas vara den linje som såväl den amerikanska som den europeiska lagstiftaren fört fram, nämligen ökad reglering. Som ovan nämnt var kreditvärderingsinstitutets verksamhet i stort sett oreglerad inom unionen innan den senaste finanskrisen. Liksom den amerikanska post-finanskrisregleringen innehåller de senaste ändringarna av kreditvärderingsförordningen ytterligare reglering av kreditvärderingsinstitutet och deras verksamhet. Detta samtidigt som nämnda regleringar strävar efter att motverka den överdrivna tilltro marknadsaktörer haft till kreditvärderingar.

Ett alternativt spår kan i grunden sägas bygga på kreditvärderingsinstitutets argumentation; nämligen att en kreditvärdering inte är något mer än

¹²¹ Se exempelvis Partnoy, Frank, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, *Washington University Law Quarterly*, vol. 77, no. 3, 1999. s. 704 ff. samt Flannery, Mark J., Houston Joel F., & Partnoy, Frank, *Credit Default Swap Spreads as Viable Substitutes for Credit Ratings*, *Legal Studies Research Paper Series*, Research Paper No. 10–31, University of San Diego School of Law, augusti 2010, passim.

en kvalificerad åsikt.¹²² Konsekvensen av denna argumentation borde rimligtvis vara att kreditvärderingarna inte tillerkänns större betydelse än just kvalificerade åsikter. Detta borde i sin tur leda till att lagstiftare avlägsnar referenser till kreditvärderingar från obligatoriska regelverk, samt att investerare och andra marknadsaktörer uppmuntras till att företa egna kreditvärderingsprocesser i vilka kreditvärderingsinstitutens värderingar inte spelar en avgörande roll. Konsekvensen blir en återgång till vad som gällde innan den senaste finanskrisen, nämligen att regleringen av kreditvärderingsinstituten begränsas till ett minimum. Regleringen fylls i så fall till viss del ut av diverse självregleringar, likt IOSCO:s uppförandekod¹²³ samt de befintliga EU-rättsliga finansmarknadsregleringarna.¹²⁴

Hur bör vägen framåt se ut? Den senaste finanskrisen har visat att det sistnämnda alternativet har sina brister. Så länge lagstiftaren använder kreditvärderingar som måttstock i tvingande regelverk behövs reglering av kreditvärderingsinstituten. Att försöka åstadkomma en heltäckande reglering av instituten har även det sina nackdelar. Genom att införa en registreringsprocess avseende kreditvärderingsinstituten, sänder lagstiftaren ut signalen att kreditvärderingar därmed är tillförlitliga. Investerare och andra aktörer på finansmarknaden kan lätt få intrycket att kreditvärderingar är något att förlita sig på när EU-myndigheter eller andra offentliga organ tar fram sin ”godkäntstämpel”.¹²⁵ Omfattande reglering av kreditvärderingsinstituten och deras verksamhet riskerar därför att få en motsatt effekt; tilltron hos marknadsaktörer till kreditvärderingar ökar.¹²⁶

Den reglering som införs i unionen bör ha som övergripande målsättning att minska den överdrivna tillit som aktörer på finansmarknaden ansetts ha till kreditvärderingar. För att nå detta mål bör lagstiftaren förmedla till aktö-

¹²² Sinclair, Timothy J., *The New Masters of Capital*, Cornell University Press, London, 2005. s. 47.

¹²³ Se ovan under 3.1.

¹²⁴ Jfr kommissionens meddelande om kreditvärderingsinstitut från år 2005, vilket redogjordes för ovan under 3.1. De regleringar som avsågs var direktivet om marknadsmissbruk (MAD), direktivet om kapitalkrav (CRD) samt direktivet om marknader för finansiella instrument (MiFID).

¹²⁵ Se Langhor, Herwig & Langhor, Patricia, *The Rating Agencies and Their Credit Ratings*, Wiley Finance, West Sussex, 2008. s. 467.

¹²⁶ de Haan, Jakob & Amtenbrink, Fabian, *Credit Rating Agencies*, DNB Working Paper No. 278, January 2011. s. 33.

terna på finansmarknaden att kreditvärderingar inte förtjänar den starka tilltro som marknaden satt till dem. Ett välkommet steg på vägen är därför EU:s ambition att avlägsna samtliga referenser till kreditbetyg för regleringsändamål i unionsrätten senast år 2020 (art. 5c).¹²⁷ Genom att uppmana investerare att utföra egna kreditvärderingar, samt minska referenser till kreditvärderingar i tvingande regelverk, förmedlas budskapet att kreditvärderingar ska – precis som instituten själva hävdar – inte betraktas som mer än en åsikt. Denna positiva effekt riskerar dock – på grund av de i samma förordning genomgripande regleringarna av kreditvärderingsinstituten och deras verksamhet – att inte förverkligas.

6. Slutord

Som inledningsvis nämndes är syftet med denna artikel att behandla den EU-rättsliga regleringen av kreditvärderingsinstitut inklusive de förändringar av densamma vilka trädde ikraft i juni 2013. Av vad som framgått av denna framställning medför förändringarna av kreditvärderingsförordningen reformer av mer eller mindre genomgripande karaktär. En reform som särskilt står ut bland de övriga – och som behandlats särskilt ingående i denna artikel – är införandet av ett civilrättsligt ansvar för kreditvärderingsinstitut för skador åsamkade tredje part genom vårdslös kreditvärdering.

På vilket sätt denna reform kan komma att påverka den europeiska finansmarknaden – där kreditvärderingar onekligen spelar en betydelsefull roll – går i dagsläget inte att uttala sig om. Den av kommissionen presenterade konsekvensanalysen ger dock inga uttömmande svar på den frågan.¹²⁸ Inte heller presenteras övertygande forskning som talar för ett införande av ett civilrättsligt ansvar för kreditvärderingsinstitut. Kommissionen har inte synbart utrett möjligheterna för den som förlitat sig på en vårdslös kreditvärdering, att enligt gällande rätt, vara berättigad till skadestånd från det skadevällande kreditvärderingsinstitutet.¹²⁹ Även mot införandet av kraven på

¹²⁷ Se ovan under 3.4.2.

¹²⁸ Commission Staff Working Paper, Impact Assessment, Proposal for a Regulation amending Regulation (EC) No 1060/2009 on Credit Rating Agencies, COM(2011) 746.

¹²⁹ Se exempelvis Ulfbeck, Vibe, *Civil Liability of Credit Rating Agencies – A Professional Liability Regime?*, Perspectives on Credit Rating Agencies, Red. Kleineman Jan, Gorton, Lars & Verständig, Aron, Jure, Stockholm, 2013. s. 309 ff.

obligatorisk extern rotation för återvärdepapperiseringar samt godkännande av kreditvärderingsmetoder och modeller, kan invändningar göras gällande.

Att EU på allvar försöker motverka den överdrivna och slentrianmässiga tilltro som finansmarknadens aktörer haft till kreditvärderingar får anses vara av godo. Problemet är dock att regleringen som helhet – paradoxalt nog – riskerar att hos marknadsaktörerna förstärka tilltron till kreditvärderingar.

