

Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalgs udtalelse om forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af direktiv 2009/65/EF om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) og direktiv 2011/61/EU om forvaltere af alternative investeringsfonde, for så vidt angår overdreven afhængighed af kreditvurderinger

COM(2011) 746 final — 2011/0360 (COD)

(2012/C 229/12)

Ordfører: **Jörg Freiherr FRANK VON FÜRSTENWERTH**

Rådet besluttede den 9. februar 2012 under henvisning til artikel 53, stk. 1, i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde at anmode om Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalgs udtalelse om:

»Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af direktiv 2009/65/EF om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) og direktiv 2011/61/EU om forvaltere af alternative investeringsfonde, for så vidt angår overdreven afhængighed af kreditvurderinger«

COM(2011) 746 final — 2011/0360 (COD).

Det forberedende arbejde henvistes til Den Faglige Sektion for Det Indre Marked, Produktion og Forbrug, som vedtog sin udtalelse den 8. maj 2012.

Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg vedtog på sin 481. plenarforsamling den 23.-24. maj 2012, mødet den 23. maj 2012, følgende udtalelse med 130 stemmer for og 4 hverken for eller imod:

1. Konklusioner og anbefalinger

1.1 Udtalelsen følger op på EØSU's tidligere arbejde vedrørende regulering af kreditvurderingsbureauer som et led i bearbejdelsen af de seneste års krise⁽¹⁾. Udvalget bifaldt for ganske nylig Kommissionens bestræbelser på at udbedre alvorlige mangler på områder som gennemsigtighed, uafhængighed, interessekonflikter og kvaliteten af vurderinger og vurderingsmetoder ved at udarbejde nye retsakter⁽²⁾. I den forbindelse har EØSU dog også givet udtryk for sin skuffelse over, at man har reageret så sent og så inkonsekvent på den manglende regulering af kreditvurderingsagenturer.

1.2 Forslaget til direktiv medfører en formel ændring af UCITS-direktivet (institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter)) og direktivet om alternative investeringsfonde (AIF). Kernen i reguleringen er ændringer af risikostyringen, som går ud på at begrænse eller forhindre, at man automatisk, mekanisk og ukontrolleret godtager de eksterne vurderinger. Disse regler ledsages af en ændring af forordningen om kreditvurderingsbureauer, som EØSU allerede har afgivet udtalelse om⁽³⁾. Indholdsmæssigt er de to lovgivningsforslag nært forbundne.

1.3 EØSU bifalder, at forslaget behandler problemet med markedsdeltagernes overdrevne afhængighed af kreditvurderinger for UCITS og AIF, og at man forsøger at undgå, at

utilstrækkelige vurderinger skaber en lemmingeeffekt blandt de finansielle aktører. Disse bestræbelser skal omfatte hele EU-retten, nationale retsregler samt privatretlige aftaler.

1.4 EØSU bakker op om reguleringsmetoden, der indebærer en specifikation af bestemmelserne for UCITS' og AIF's risikostyring. Udvalget påpeger, at små finansinstitutter kan få svært ved at udvikle egen kapacitet til at foretage risikoanalyse. Derfor foreslår EØSU, at de delegerede retsakter kommer til at indeholde regler om samarbejde om udviklingen af specialviden, for at gøre de små finansinstitutter mere uafhængige af de eksterne kreditvurderingsagenturer. Udvalget modsætter sig udtrykkeligt kravene om at give SMV'er mulighed for at outsource beslutningen om kreditværdigheden af investeringer.

1.5 Udvalget mener, at det er nødvendigt at øge indsatsen for at udvikle procedurer og kriterier i risikostyringsprocesserne, der kan bruges som et alternativ til (eksterne) vurderinger.

1.6 Udvalget understreger, at det er nødvendigt at følge en fælles strategi på G20-niveau. De globale reguleringsproblemer kan kun løses, hvis der er et minimum af sammenhæng mellem de nationale bestemmelser.

1.7 Udvalget understreger den skepsis, der blev givet udførligt udtryk for i udtalelsen af 12.3.2012⁽⁴⁾ om kreditvurderingsbureauer, og som går på, at ikke engang finansmarkedsdeltagernes egen risikovurdering og en reduceret afhængighed af

⁽¹⁾ Se navnlig EUT C 277 af 17.11.2009, s. 117 og EUT C 54 af 19.2.2011, s. 37.

⁽²⁾ EUT C 181 af 21.06.2012, p. 68 om »Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EF) nr. 1060/2009 om kreditvurderingsbureauer«, COM(2011) 747 final – 2011/0361 (COD).

⁽³⁾ Jf. fodnote 2.

⁽⁴⁾ Jf. fodnote 2.

eksterne vurderinger er nogen garanti for, at finansmarkedsdeltagernes beslutninger er objektive, og at alle relevante aspekter inddrages – med henblik på konsekvenserne af vurderingen. Udvalget mener stadig, at et af de grundlæggende problemer i forbindelse med risikovurdering er troværdigheden (og uafhængigheden) af kreditvurderingsbureauernes vurderinger, der i de seneste år gentagne gange har været forkerte eller i for høj grad har været præget af interesser, tænkemåder og strukturer, der hersker på hjemmemarkedene uden for EU, eller af de udstedere, der finansierer dem. På den baggrund opfordrer EØSU til, at man i den videre diskussion om regulering af kreditvurderingsbureauerne holder sig for øje, at kreditvurderingsbureauerne indtil for ganske nylig – direkte eller indirekte - igen og igen har forvoldt varige skader på alle dele af samfundet. Udvalget udtrykker derfor beklagelse over, at bestræbelserne på at grundlægge et uafhængigt europæisk kreditvurderingsinstitut endnu ikke har givet resultater.

2. Resumé og baggrund

2.1 Forslaget indgår i de foranstaltninger for overvågning af kreditvurderingsbureauer, der skal træffes som en konsekvens af det, der begyndte som en bankkrise, udviklede sig til en finanskrise og kulminerede i en statsgældskrise. Siden den 7. december 2010, hvor forordningen om kreditvurderingsbureauer trådte fuldt ud i kraft, har kreditvurderingsbureauer været forpligtede til at overholde bestemte adfældsregler for at forhindre interessekonflikter og sikre høj kvalitet og en vis grad af gennemsigtighed i forbindelse med kreditvurderingerne og kreditvurderingsprocesserne. Den 11. maj 2011 blev der foretaget en ændring af forordningen om kreditvurderingsbureauer⁽⁵⁾, som gav Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA) eksklusiv tilsynsbeføjelse over for kreditvurderingsbureauer, der er registreret i EU.

2.2 Forordningen om kreditvurderingsbureauer og ændringen af 11. maj 2011 giver imidlertid ingen løsning på et bestemt problem, der var med til at udløse krisen, nemlig risikoen for, at deltagerne på finansmarkedet, især institutter for kollektiv investering i værdipapirer (UCITS) og alternative investeringsfonde (AIF) i deres risikostyringssystemer i for høj grad og »automatisk« forlader sig på (eksterne) vurderinger i stedet for selv at foretage risikovurderinger og due diligence-undersøgelser. De finansielle aktører kan forledes til dette pga. overvejelser om udgifter og forenkling. For offentligheden består risikoen dog i, at der opstår en »lemmingeeffekt«⁽⁶⁾ blandt markedsdeltagerne. Hvis reaktionerne foregår automatisk og styres af de samme vurderinger, kan f.eks. en nedklassificering til under »investment grade« medføre, at man samtidig sælger ud af gældsinstrumenter, hvilket kan påvirke den finansielle stabilitet. Procyklikalitet og »cliff effects« (en nedgradering af kreditvurderingen af et værdipapir til under en bestemt tærskel, der

udløser en kaskade af salg af andre værdipapirer) beskriver ligeledes denne risiko. Udvalget har gentagne gange gjort opmærksom på, at det er tvingende nødvendigt at minimere disse risici⁽⁷⁾.

2.3 Nærværende forslag tager sigte på at imødegå markedsdeltagernes overdrevne afhængighed af vurderinger for UCITS og AIF. Andre forslag vedrører løsningen på samme problem, når det gælder kreditinstitutter, forsikringsselskaber og investeringselskaber i et finansielt konglomerat⁽⁸⁾. Forskriterne vedrørende risikostyringen for UCITS og AIF præciseres i artikel 1 og 2 således, at selskaberne ikke udelukkende eller automatisk må forlade sig på eksterne vurderinger. Dette supplerer de allerede eksisterende tilsynsregler, som foreskriver, at de finansielle aktører skal anvende risikostyringssystemer, der giver dem mulighed for til enhver tid at overvåge og måle risikoen ved positionerne og deres bidrag til porteføljens samlede risikoprofil. Samtidig udvides Kommissionens beføjelser, så den kan fastlægge kriterier for vurdering af risikostyringsprocesserne gennem delegerede retsakter, bl.a. for at undgå overdreven afhængighed af eksterne vurderinger.

2.4 Forslaget skal ses i sammenhæng med »Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EF) nr. 1060/2009 om kreditvurderingsbureauer«, som blev fremlagt samme dag⁽⁹⁾. Ud over en række andre punkter fremlægges der yderligere forslag, der skal modvirke markedsdeltagernes overdrevne afhængighed af kreditvurderinger, samtidig med at kreditvurderingsbureauerne forpligtes til at give de finansielle aktører udførlige oplysninger. Dertil hører information om vurderingsmetoderne, de tilgrundlæggende forudsætninger og de forskellige typer kreditvurderinger. På den anden side bør udstedere af strukturerede finansielle instrumenter give markedet mere information om deres produkter (kreditkvalitet, ydeevnen af de underliggende aktiver, strukturen af securitiseringstransaktionen, likviditetsstrømmene osv.). Samlet set skal ændringerne af forordningen om kreditvurderingsbureauer gøre det lettere for UCITS og AIF at foretage deres egne vurderinger af instrumenternes kreditkvalitet. De to forslag kan derfor ikke betragtes isoleret fra hinanden.

3. Generelle bemærkninger

3.1 Kommissionens forslag vedrører et særligt aspekt af den manglende regulering af kreditvurderingsagenturer, nemlig

⁽⁵⁾ EUT L 145 af 31.5.2011, s. 30.

⁽⁶⁾ Jf. The Financial Cycle, Factors of Amplification and possible Implications for Financial and Monetary Authorities, Banque de France, Bulletin No 95, november 2001, s. 68.

⁽⁷⁾ COM(2010) 303 final; Kommissionens høringsdokument om ændring af forordningen om kreditvurderingsbureauer, http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/cra_en.htm; Rådets konklusioner af 23. oktober 2011; principperne fastlagt af Rådet for Finansiell Stabilitet i oktober 2011 med henblik på at mindske myndigheders og finansinstitutters afhængighed af eksterne kreditvurderinger.

⁽⁸⁾ COM(2011) 453 final.

⁽⁹⁾ COM(2011) 747 final – 2011/0361 (COD).

kreditvurderingernes betydning for finansmarkedsdeltageres adfærd og konsekvenserne af denne adfærd for markederne. Forslaget er resultatet af en analyse af årsagerne til de seneste års kriser. Kreditvurderingsbureauerne medvirkede til denne udvikling. De fremsætter udsagn om både private og statslige kreditørers betalingsevne og betalingsvillighed. De har væsentlig indflydelse på de globale finansmarkeder, eftersom mange finansielle aktører (UCITS, AIF, kreditinstitutter og forsikrings-selskaber) er afhængige af kreditvurderinger, når de træffer investeringsbeslutninger. Udvalget har i de seneste år – senest i udtalelsen af 12. marts 2012⁽¹⁰⁾ – gentagne gange beskæftiget sig med den manglende regulering af kreditvurderingsbureauerne og udtrykt sin klare holdning, som også ligger til grund for denne udtalelse, og som EØSU henviser til.

3.2 I hvert fald de seneste års kriser har for det første gjort det tydeligt, at fejlagtige kreditvurderinger kan få alvorlige, skadelige konsekvenser for store dele af den økonomiske sektor, selv for stater og samfundet i det hele taget. For det andet har de også vist, at markederne ikke var i stand til at forhindre udskejelser. Derfor er der behov for en streng og konsekvent statslig regulering af kreditvurderingsbureauerne. I den forbindelse skal EU-reguleringen, i betragtning af den globale G20-kontekst, støttes for at sikre, at der er et minimum af sammenhæng mellem reglerne på internationalt plan. Det er afgørende⁽¹¹⁾, at visse minimumsstandarder, herunder principperne om integritet, gennemsigtighed, ansvar og god virksomhedsledelse, sikres og opretholdes i forbindelse med udarbejdelsen af kreditvurderingerne.

3.3 Udvalget fremhæver, at der er opnået væsentlige fremskridt med hensyn til reguleringen af kreditvurderingsbureauerne i de seneste år – også selv om det kommer på et sent tidspunkt. Hvis ændringsforslaget til forordningen om kreditvurderingsinstitutterne af 15. november 2011⁽¹²⁾ medfører, at der også tages fat på problemområder som »vurderingsforventninger«, »kreditvurderingsbureauernes uafhængighed«, »offentliggørelse af oplysninger«, »vurderinger af statsgæld«, »sammenlignelighed af kreditvurderinger«, »regelmæssig rotation af kreditvurderingsbureauer«, »civilretligt erstatningsansvar« og »anvendelse af eksterne kreditvurderinger« i reglerne for kreditvurderingsbureauer, så må man bifalde det. Udvalget har taget stilling til disse spørgsmål⁽¹³⁾ og fremsat konkrete anbefalinger. Det er imidlertid skuffende, at problemområder som de store kreditvurderingsbureauers markedsdominans og alternative betalingsmodeller ikke behandles fyldestgørende.

3.4 I forslaget tages der nu, ved hjælp af supplerende foranstaltninger, også på UCITS- og AIF-niveau, fat på problemet med automatisk, ukritisk godtagelse af eksterne vurderinger, som kan skabe en lemmingeffekt hos de finansielle aktører, som det beskrives i forslaget, eller – som det blev formuleret i udvalgets udtalelse⁽¹⁴⁾ – kan blive en selvopfyldende profeti. På dette punkt overlapper forslaget med de foreslåede ændringer til forordningen om kreditvurderingsbureauer, der blev fremsat samme dag. Denne »doblede tilgang« er konsekvent. Når det gælder finansmarkedets aktører, som de (eks-

terne) vurderinger er beregnet på, skal man forhindre eller begrænse »automatisk adfærd«. Når det gælder reguleringen af kreditvurderingsbureauerne, skal man sikre den nødvendige gennemsigtighed samt at markedsdeltagerne får adgang til de påkrævede oplysninger.

3.5 Man må ikke glemme, at UCITS og AIF bærer en del af ansvaret for at undgå »lemmingeffekt« og »kaskadevirkninger«. Hvis deres risikostyringssystemer tillader sådanne virkninger, er de en del af problemet. EØSU bakker stærkt op om Kommissionens vurdering. Derfor vil det i gennemførelsen af det forslag, der er til vurdering, frem for alt komme an på, om de delegerede retsakter omsætter lovgiverens intention på en hensigtsmæssig måde. Desuden skal enhver finansiell regulering måles på den endelige gennemførelse vedrørende tilsynspraksis.

4. Særlige bemærkninger

4.1 Der er ingen tvivl om, at en mekanisk, automatisk og ukontrolleret godtagelse af eksterne kreditvurderinger medfører eller kan medføre samtidigt salg af tilsvarende gældsinstrumenter og dermed udløse chokbølger på markederne, som sætter den finansielle stabilitet på spil. Det er også konklusionerne baseret på Kommissionens omfattende eksterne høringer⁽¹⁵⁾, Europa-Parlamentets ikke-lovgivningsmæssige beslutning af 8. juni 2011⁽¹⁶⁾ samt principperne fra Rådet for Finansiell Stabilitets (Financial Stability Board, FSB)⁽¹⁷⁾.

4.2 Det er nødvendigt at træffe en række foranstaltninger for at bryde denne automatiske mekanisme. For det første skal man sikre, at alle muligheder udnyttes og videreudvikles, og at man også anvender andre standarder for kreditværdighed som alternativ til de store bureauers vurderinger. Samtidig skal man efterprøve de eksisterende tilsynsregler, der på lovmæssigt grundlag eller på baggrund af myndighedernes afgørelser danner en automatisk forbindelse mellem eksterne vurderinger og værdiansættelser, som det f.eks. er tilfældet for kreditinstitutter og forsikringsselskaber. De samme foranstaltninger skal bryde de eksisterende automatiske mekanismer i de finansielle aktørers risikostyringssystemer. Som helhed betragtet er det generelt nødvendigt, at man i EU-retten og de nationale retsnormer sikrer, at der ikke bibeholdes regler, som resulterer i den nævnte automatiske proces. Derudover skal det sikres, at også privatretlige aftaler, der indebærer automatiske mekanismer, sættes ud af kraft. Desuden skal de finansielle aktører have tilstrækkelig information, der kan gøre det lettere at foretage deres egne vurderinger.

4.3 Forslaget indeholder en generel rettesnor i form af den præcisering, der er nødvendig for udformningen af UCITS' og AIF's risikostyringssystemer. Denne tilgang er som udgangspunkt rigtig. Men den bliver først en realitet, når den opfølges af tilsvarende delegerede retsakter, hvilket betyder, at man stadig mangler at udføre det primære arbejde for at forhindre fejlvurderinger, der opstår ved automatisk godtagelse af eksterne vurderinger.

⁽¹⁰⁾ Jf. fodnote 2.

⁽¹¹⁾ Jf. fodnote 2, punkt 1.2.

⁽¹²⁾ COM(2011) 747 final – 2011/0361 (COD).

⁽¹³⁾ Jf. fodnote 2.

⁽¹⁴⁾ Jf. fodnote 2, punkt 1.7.

⁽¹⁵⁾ Jf. fodnote 6.

⁽¹⁶⁾ Europa-Parlamentets beslutning af 8. juni 2011 om kreditvurderingsbureauer (2010/3202 (INI)).

⁽¹⁷⁾ Jf. fodnote 6.

4.4 I praksis vil det ikke være muligt helt at afvikle anvendelsen af eksterne kreditvurderinger. Den fornødne kapacitet og den påkrævede ekspertise og erfaring, som skal erstatte de eksterne vurderinger, er kun i meget begrænset omfang til stede. Netop små finansinstitutter har ikke altid de midler til rådighed, som er nødvendige for at udvikle eller opbygge deres egne analyseafdelinger. Ud over muligheden for øget intern risikovurdering og den større uafhængighed af eksterne kreditvurderingsbureauer, som man dermed opnår, opfordrer udvalget igen til, at SMV'er får mulighed for at outsource risikoanalysen. Ved at lette adgangen til eksterne oplysninger kan man gennem øget samarbejde uden tvivl opbygge sagkundskab vedrørende specielle markeder samt opnå større omkostningseffektivitet. Det vil også gøre netop SMV'er i stand til at opnå større uafhængighed i forhold til kreditvurderingsbureauerne. Foranstaltninger, der fremmer en sådan udvikling, må bifaldes. Udvalget har dog helt klart den opfattelse, at den endelige beslutning om kreditværdigheden af en investering altid ligger hos virksomheden, og altså ikke må outsources.

4.5 EØSU er klar over, at gennemførelsen af forslaget formodentlig vil øge udgifterne til reguleringen – nogle gange i væsentlig grad - gennem udviklingen af risikostyringssystemer, herunder opbygning og videreudvikling af interne modeller. Set i lyset af, at hele samfundet ellers kan lide overlast, er der imidlertid ingen anden udvej.

Bruxelles, den 23. maj 2012

Staffan NILSSON

Formand

for Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg
