

Bryssel den 19.10.2016
COM(2016) 664 final

RAPPORT FRÅN KOMMISSIONEN TILL EUROPAPARLAMENTET OCH RÅDET

om alternativa verktyg för externa kreditvärderingar, situationen på kreditvärderingsmarknaden, konkurrens och förvaltning i kreditvärderingsbranschen, situationen på marknaden för kreditvärdering av strukturerade finansiella instrument och om lämpligheten av ett europeiskt kreditvärderingsinstitut

Innehållsförteckning

INLEDNING	3
I. Risk för alltför stor förlitan på externa kreditbetyg och tillgängliga alternativ	4
1. Alltför stor förlitan på externa kreditbetyg	4
2. Tillgängliga alternativ till externa betyg.....	6
II. Situationen på kreditvärderingsmarknaden och en bedömning av bestämmelserna i förordningen om kreditvärderingsinstitut som ska stärka konkurrensen på kreditvärderingsmarknaden	9
1. Analys av kreditvärderingsmarknaden.....	9
2. Effekter och utvärdering av bestämmelserna i förordningen om kreditvärderingsinstitut när det gäller konkurrensen	15
III. Effekter och utvärdering av bestämmelserna om kreditvärderingsinstitut när det gäller förvaltningen	18
1. Intressekonflikter	18
2. Bestämmelser avseende strukturerade finansiella instrument och en möjlig utvidgning till andra finansiella produkter.....	20
3. Alternativa ersättningsmodeller.....	20
IV. Lämpligheten and genomförbarheten med att stödja ett europeiskt kreditvärderingsinstitut	22
SAMMANFATTNING	22

INLEDNING

Denna rapport tillgodoser flera av de rapporteringsskyldigheter som fastställs i förordning (EG) nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut, i dess ändrade lydelse¹. Rapporten omfattar huvudsakligen följande delar:

- En analys av hänvisningarna till externa kreditbetyg i EU-lagstiftningen och i privata kontrakt mellan parterna på de finansiella marknaderna. I rapporten presenteras även en bedömning av möjliga alternativ till externa kreditbetyg som för närvarande används av marknadsaktörer i hela EU (**Avsnitt I**).²
- En bedömning av konsekvenserna av och effektiviteten hos åtgärderna i förordningen när det gäller konkurrensen i kreditvärderingsbranschen (**Avsnitt II**).³
- En utvärdering av förordningens inverkan på kreditvärderingsinstitutens förvaltning och interna förfaranden, i synnerhet förebyggandet av intressekonflikter och användningen av alternativa ersättningsmodeller. Rapporten omfattar även en analys av bestämmelserna om strukturerade finansiella instrument och möjligheten att utvidga dem till andra tillgångsklasser (**Avsnitt III**).⁴
- En bedömning av möjligheten att inrätta ett europeiskt kreditvärderingsinstitut för bedömning av statsskulder och en europeisk kreditvärderingsstiftelse för alla andra kreditvärderingar (**Avsnitt IV**).⁵

Denna rapport omfattar bland annat en bedömning av många av de grundläggande bestämmelser som infördes i den senaste ändringen av förordningen om kreditvärderingsinstitut. Den utgår från de tekniska råd som tagits fram av Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma) i syfte att minska ensidig och mekanisk förlitan på externa kreditbetyg⁶, den studie som har genomförts av ICF Consulting Services avseende genomförbarheten av alternativ till kreditbetyg⁷, Esmas tekniska råd om konkurrens, valfrihet och intressekonflikter i

¹ Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 1060/2009 av den 16 september 2009 om kreditvärderingsinstitut (EUT L 302, 17.11.2009) i dess ändrade lydelse genom Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 513/2011 av den 11 maj 2011 (EUT L 145, 31.5.2011), genom Europaparlamentets och rådets direktiv 2011/61/EU av den 8 juni 2011 (EUT L 174, 1.7.2011), genom Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 462/2013 av den 21 maj 2013 (EUT L 146, 31.5.2013) och genom Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/51/EU av den 18 april 2014 (EUT L 153, 22.5.2014).

² Artikel 39b.1 i förordningen om kreditvärderingsinstitut.

³ Artikel 39.4.5 i förordningen om kreditvärderingsinstitut.

⁴ Artikel 39.4.5 i förordningen om kreditvärderingsinstitut.

⁵ Artikel 39b.2 i förordningen om kreditvärderingsinstitut.

⁶ ESMA/2015/1471 – ESMA *Technical Advice on reducing sole and mechanistic reliance on external credit ratings* – tillgänglig på adressen https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2015-1471_technical_advice_on_reducing_sole_and_mechanistic_reliance_on_external_credit_ratings.pdf

⁷ MARKT/2014/257/F4/ST/OP-LOT1 – tillgänglig på adressen http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/index_en.htm

kreditvärderingsbranschen⁸ och den studie som har genomförts av *Europe Economics* om situationen i kreditvärderingsbranschen⁹. De berörda parterna har rådfrågats ingående genom olika workshoppar, enkäter och intervjuer under framtagandet av dessa tekniska råd och studier¹⁰.

I. Risk för alltför stor förlitan på externa kreditbetyg och tillgängliga alternativ

1. Alltför stor förlitan på externa kreditbetyg

De internationella insatserna mot den globala finanskrisen omfattade ansträngningar för att minska beroendet av externa kreditbetyg, och i synnerhet att *”minska de flockbeteenden och tröskeleffekter som hotar den finansiella stabiliteten och som för närvarande uppstår på grund av att kreditvärderingsinstitutens tröskelvärden ligger till grund för lagar, förordningar och marknadspraxis”*¹¹. EU har beaktat dessa ansträngningar, bland annat genom att anta lagändringar (se nedan). Det är emellertid fortfarande nödvändigt att bedöma i vilken utsträckning de återstående hänvisningarna till externa kreditbetyg i EU-lagstiftningen kan föranleda en alltför stor förlitan på sådana kreditbetyg. En alltför stor förlitan på externa kreditbetyg kan dessutom uppstå genom att marknadsaktörer använder externa kreditbetyg i privata kontrakt.

Flera EU-rättsakter inom området för finansiella tjänster hänvisar till användningen av externa kreditbetyg. Några av dessa (direktiven om AIF-förvaltare¹², fondföretag¹³ och tjänstepensionsinstitut¹⁴) ändrades genom direktiv 2013/14/EU¹⁵, varigenom kompletterande regler infördes för förvaltnings- eller investeringsföretag inom

⁸ ESMA/2015/1472 – ESMA *Technical Advice on competition, choice and conflicts of interest in the credit rating industry* – tillgänglig på adressen <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2015-1472-technical-advice-on-competition-choice-and-conflicts-of-int.pdf>

⁹ MARKT/2014/257/F/Lot 2 – tillgänglig på adressen http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/index_en.htm.

¹⁰ För mer information se sidan 5 i Esmas *Technical Advice on reducing sole and mechanistic reliance on external credit ratings*, sidan 5 och följande sidor i ICF:s studie, sidan 10 i Esmas *Technical Advice on competition, choice and conflict of interest in the credit rating industry* och sidan 7 i *Europe Economic*:s studie.

¹¹ Se framför allt sidan 1 i rapporten *Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings* från rådet för finansiell stabilitet (Financial Stability Board, FSB), som finns tillgänglig på http://www.fsb.org/2010/10/r_101027/. Se även FSB:s *Roadmap for Reducing Reliance on CRA Ratings*, som finns tillgänglig på http://www.fsb.org/2012/11/r_121105b/

¹² Europaparlamentets och rådets direktiv 2011/61/EU av den 8 juni 2011 om förvaltare av alternativa investeringsfonder samt om ändring av direktiv 2003/41/EG och 2009/65/EG och förordningarna (EG) nr 1060/2009 och (EU) nr 1095/2010.

¹³ Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/65/EG av den 13 juli 2009 om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag) (omarbetning).

¹⁴ Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/41/EG av den 3 juni 2003 om verksamhet i och tillsyn över tjänstepensionsinstitut.

¹⁵ Europaparlamentets och rådets direktiv 2013/14/EU av den 21 maj 2013 om ändring av direktiv 2003/41/EG om verksamhet i och tillsyn över tjänstepensionsinstitut, direktiv 2009/65/EG om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag) och direktiv 2011/61/EU om förvaltare av alternativa investeringsfonder när det gäller alltför stor förlitan på kreditbetyg.

fondföretag och AIF-förvaltare som kräver riskhanteringsprocesser för att undvika ensidig och mekanisk förlitan på externa kreditbetyg. Detta gjordes för att undvika en alltför stor förlitan på betyg vid mätning av kreditrisken. En sådan regel som infördes genom direktiv 2013/14/EU var kravet att säkerställa att behöriga myndigheter övervakar lämpligheten i kreditvärderingsförfarandena.

EMIR¹⁶, lagstiftningen om centrala motparter, tillåter att bedömningar utförs av kreditvärderingsinstitut för att fastställa risknivån, men omfattar varken något krav eller något incitament för de centrala motparterna att göra detta. Om externa betyg används måste de centrala motparterna tillhandahålla en motanalys eller komplettera sin bedömning med sin egen analys.

Kapitalkravsförordningen¹⁷ och kapitalkravsdirektivet¹⁸ innehåller flera bestämmelser som möjliggör olika behandlingar av risker i samband med exponeringar, beroende på om dessa exponeringar är betygsatta eller ej.¹⁹ Som ett resultat av detta kan kapitalkraven i samband med en exponering variera avsevärt beroende på om exponeringen har betygsatts av ett kreditvärderingsinstitut eller inte och vilket betyg som har satts.²⁰ Baselkommittén för banktillsyn (BCBS) håller för närvarande på att utvärdera schablonmetoden för kreditrisk och har övervägt olika alternativ för att ersätta externa betyg.²¹ Kommittén föreslår att hänvisningar till externa betyg ska bibehållas, samtidigt som användningen av dem ska kompletteras med bankernas förfaranden för tillbörlig aktsamhet. Kraven i samband med användningen av externa betyg ska också förstärkas för att säkerställa att bankerna iakttar sin egen tillbörliga aktsamhet och interna riskhantering och inte förlitar sig mekaniskt på externa betyg.

En liknande mekanism används genom Solvens II,²² som föreskriver olika riskbedömningar beroende på om ett externt betyg finns tillgängligt eller ej (och vilket betyg som har tilldelats en sådan exponering). För att minska risken för alltför stor förlitan på kreditbetyg föreskrivs i Solvens II att försäkringsgivare som använder ett externt kreditbetyg vid beräkning av de försäkringstekniska avsättningarna och solvenskapitalkravet ska bedöma lämpligheten i dessa externa kreditbetyg som en del av sin riskhantering genom att använda kompletterande bedömningar där detta är

¹⁶ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 648/2012 av den 4 juli 2012 om OTC-derivat, centrala motparter och transaktionsregister.

¹⁷ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 575/2013 av den 26 juni 2013 om tillsynskrav för kreditinstitut och värdepappersföretag och om ändring av förordning (EU) nr 648/2012.

¹⁸ 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, om ändring av direktiv 2002/87/EG och om upphävande av direktiv 2006/48/EG och 2006/49/EG.

¹⁹ Metoden betecknas i lagtexten som ”schablonmetoden” och är för närvarande den mest använda metoden för bankerna enligt kapitalkravsförordningen och kapitalkravsdirektivet.

²⁰ När det till exempel gäller exponeringar mot företag, om en värdering från ett kreditvärderingsinstitut finns tillgänglig och exponeringen får det högsta betyget (dvs. AAA), är riskvikten som ska tillämpas 20 %. Därför kommer banken att behöva ett lagstadgat kapital som motsvarar 20 % av exponeringens värde. Om ingen värdering har utförts måste emellertid den riskvikt som ska tillämpas vara minst 100 %.

²¹ Baselkommittén för banktillsyn, Andra samrådsdokumentet, *Standards Revisions to the Standardised Approach for credit risk*, utfärdat för kommentar senast den 11 mars 2016, december 2015, tillgänglig på adressen <http://www.bis.org/bcbs/publ/d347.htm>

²² Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/138/EG av den 25 november 2009 om upptagande och utövande av försäkrings- och återförsäkringsverksamhet.

praktiskt möjligt för att undvika ett automatiskt beroende av externa bedömningar²³. I den delegerade akten till Solvens II²⁴ fastställs dessutom detaljerade regler för användningen av externa kreditbetyg, däribland kravet att ta fram interna kreditbetyg för större och mer komplicerade exponeringar, vilket också bidrar till att minska risken för alltför stor förlitan på externa kreditbetyg.

Samtidigt som riskreducerande regler har införts för att undvika en ensidig och mekanisk förlitan på externa kreditbetyg kan användningen av betyg i kritiska områden inom ramarna för kapitalkravsförordningen och Solvens II, i synnerhet de som rör beräkningar av lagstadgat kapital eller solvenskrav, skapa ett incitament för de finansiella institutionerna och försäkringsbolagen att förlita sig på bedömningar från kreditvärderingsinstitut. Kommissionen kommer därför att fortsätta att övervaka effekterna av dessa krav och informera de relevanta organen, däribland Baselkommittén, för att minska eventuella risker för alltför stor förlitan på kreditbetyg inom tillsynsregelverket för kreditinstitut och försäkringsbolag.

En alltför stor förlitan på hänvisningar i avtalen skulle kunna undvikas genom förbudsbestämmelser eller ytterligare krav på offentliggörande. Den sistnämnda åtgärden är uppenbarligen inte lämplig för utlösande värden som fastställs genom investeringspolitik eller riktlinjer, och den förstnämnda skulle medföra en begränsning av avtalsfriheten som måste vara motiverad av tvingande hänsyn till allmänintresset. Under alla omständigheter bör hänvisningar till betyg inte vara någon ursäkt för ledningen att inte tillämpa sina egna förfaranden för tillbörlig aktsamhet före ett investeringsbeslut. Kommissionen kommer att fortsätta att övervaka marknadsmetoderna för att identifiera eventuella risker på grund av alltför stor förlitan på externa kreditbetyg i kontrakten.

2. Tillgängliga alternativ till externa betyg

De viktigaste tillgängliga alternativen till externa betyg är marknadsbaserad mätning av kreditrisken, interna verktyg för bedömning av kreditrisken och tredjepartsbedömningar.

Med *marknadsbaserad mätning* (t.ex. information om kreditwappsspreadar och prissättning av obligationer) avses en mätning som är objektiv och öppen när det gäller tillgängligheten och gör det möjligt att tilldela specifika riskvikter till en viss tillgång. De kan användas för att mäta sannolikheten för försummelse för en rad olika tillgångsklasser, till exempel statsskulder, företagsskulder och strukturerade produkter. Dessa mätverktyg kan emellertid ha betydande begränsningar. De två största riskerna som har identifierats av Esma och ICF:s studie är den höga graden av instabilitet hos dessa mätverktyg och deras bristande förmåga att ge en nyanserad indikation av risken i samband med en investering. Marknadsbaserade mätningar är särskilt utsatta för manipulationsrisk, dvs. risken att marknadsaktörerna påverkar

²³ Artikel 44.4a i Solvens II och kommissionens genomförandeförordning (EU) 2015/2375 av den 11 november 2015 om fastställande av tekniska standarder för genomförande av förfaranden för att bedöma externa kreditvärderingar i enlighet med Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/138/EG, EUT L 295, 12.11.2015, s.16.

²⁴ Artiklarna 3–6 i kommissionens delegerade förordning (EU) 2015/35 av den 10 oktober 2014 om komplettering av Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/138/EG om upptagande och utövande av försäkringsverksamhet (Solvens II).

priserna strategiskt för att generera och dra fördel av en konsekvens av bestämmelserna.

Med *interna verktyg för bedömning av kreditrisken* avses verktyg som används för riskbedömning i tillsynssyfte, i synnerhet för beräkning av lagstadgat kapital inom ramen för Basel III-ramverket och kapitalkravsförordningen (särskilt enligt metoden för intern riskklassificering (IRB)) och i enlighet med Solvens II-ramverket för försäkringsbolag. Interna metoder ökar sannolikheten att riskprofilen hos en specifik låntagare eller ett specifikt värdepapper avspeglas på ett korrekt sätt, och de kan även anpassas efter behoven för varje marknadsaktör. De kan sannolikt också användas för alla kategorier av finansiella instrument och investeringar.

Den största nackdelen med att använda interna modeller för kreditbedömning som alternativ till externa kreditbetyg är de höga kostnaderna. Dessa kostnader härrör från utvecklingen av analytiska verktyg och insamlingen av uppgifter – i vissa fall prenumerationsavgifter för att komma åt databaser med relevanta finansiella uppgifter – såväl som rekryteringen av utbildad personal som ska utvärdera analysen och genomföra valideringar och kvalitetskontroller av modellerna.

Dessutom erbjuder de interna metoderna för bedömning av kreditrisken inte samma nivå av jämförbarhet som de externa kreditbetygen när det gäller olika typer av avtalsarrangemang, samtidigt som kreditvärderingsinstituten tillhandahåller en objektiv och tydlig definition av den godtagbara risknivån (genom ett standardiserat rankningssystem som AAA/AA etc.).

De säkerställer inte heller en hög grad av öppenhet gentemot marknaden. Detta beror huvudsakligen på att sådana modeller inte är tillgängliga för allmänheten och att det föreligger en objektiv svårighet att standardisera dem, eftersom de subjektiva riskfaktorer och den affärsmodell som beaktas för att genomföra de interna bedömningarna varierar mellan de olika marknadsaktörerna. De kan därför anses vara användbara för en enskild investerare som genomför en egen analys, men de ger inte marknaden några tydliga bilder eller framtidsutsikter för särskilda produkter, till exempel statspapper.

Med *tredjepartsbedömningar* avses bedömningar som utförs av parter som inte är delaktiga i investeringen. Exempel på sådana bedömningar är redovisningsbaserade åtgärder, OECD:s klassificering av länder i riskkategorier, centralbankernas poängsystem samt poängsystem som erbjuds av privata företag och som baseras på beräkningsmodeller.

i. Redovisningsbaserade åtgärder

Redovisningsbaserade åtgärder kan ge användbar och jämförbar information om grundläggande nyckeltal, vilket kan underlätta vid bedömningen av en investerings kreditvärdighet. De har emellertid även ett antal viktiga begränsningar, och de kan inte betraktas som ett fullgott alternativ till externa värderingar. En av nackdelarna med redovisningsbaserade åtgärder är att de, även om de täcker alla klasser av gemensamma tillgångar, inte är lämpliga för statsskulder eller huvuddelen av de strukturerade tillgångarna. Dessutom är tillgången till information fortfarande problematisk, vilket betonades av vissa berörda parter som intervjuades i samband

med ICF-studien, eftersom redovisningsbaserade åtgärder inte är tillgängliga för icke börsnoterade företag i vissa länder på grund av att deras standarder eller skyldigheter för rapportering inte har harmoniserats eller är mindre omfattande.

Särskilda färdigheter och erfarenheter inom olika sektorer är också nödvändiga för att kunna använda dessa verktyg effektivt och få fram tillförlitliga bedömningar. Tolkning och bedömning spelar en viktig roll för de redovisningsbaserade åtgärderna, i synnerhet när det är nödvändigt att göra jämförelser. Olika analytiker kan till exempel använda olika nyckeltal för samma bolag, vilket i sin tur kan leda till varierande resultat. Även om detta i sig inte är en negativ aspekt innebär det att det kan vara svårt att tolka nyckeltal utan tillräcklig sakkunskap och kännedom om kontexten.

ii. OECD:s klassificering av länder i riskkategorier

OECD:s klassificering av länder i riskkategorier erbjuder en större geografisk täckningsgrad än externa kreditvärderingar, och de relevanta uppgifterna är tillgängliga för allmänheten. OECD:s bedömningar har emellertid en snäv inriktning som endast tar hänsyn till särskilda riskkategorier (politiska risker och andra direkt förknippade risker) och som inte omfattar andra relevanta ekonomiska riskindikatorer som skulle kunna vara användbara för investerare inför ett investeringsbeslut. Därför kan OECD:s klassificering av länder i riskkategorier anses vara ett effektivt verktyg för att bedöma vissa typer av risker. Även om de medför vissa begränsningar kan de vara ett bra komplement till, och en möjlig metod för verifiering av, externa kreditbetyg på statsskulder.

iii. Centralbankernas poängsystem

Centrala kreditregister och centrala databaser över finansiella redovisningar är relevanta exempel på verktyg för poängsättning som antingen ägs eller förvaltas av centralbanker. Tekniken för de centrala kreditregistren och de centrala databaserna över finansiella redovisningar är huvudsakligen inriktad på skuldinstrument för företag, men deras geografiska och sektoriella täckningsgrad varierar från land till land beroende på olika parametrar, t.ex. instrumentens lämplighet som säkerhet för penningpolitiska operationer. Den största nackdelen med centrala kreditregister och centrala databaser över finansiella redovisningar är deras begränsade täckning av länder och tillgångsklasser och den begränsade tillgången till uppgifter. De är även begränsade i deras tillämpning på företagsskulder, och deras täckning av icke-finansiella företag är försumbar i vissa länder. Poängsystem kan vara viktiga verktyg för mindre företag, eftersom de är en billigare metod för att erhålla en kreditbedömning (jämfört med kreditvärderingar av kreditvärderingsinstitut). Poängsystemen verkar emellertid inte vara tillräckliga för att tillhandahålla ett fullgott alternativ till externa kreditvärderingssystem, utan de bör i första hand användas som en kompletterande källa till information om kreditvärdigheten för en finansiell produkt.

Den tekniska analys som utfördes i samband med utfärdandet av denna rapport visar att det för närvarande inte finns några lämpliga alternativ på marknaden för att ersätta de externa kreditbetygen fullt ut. Vissa av de ovannämnda verktygen och åtgärderna kan i viss utsträckning fungera som ersättning för kreditvärderingsinstitutens

bedömningar, men de medför betydande kostnader som särskilt kan vara oöverkomliga för mindre aktörer på finansmarknaderna. Andra verktyg kan endast användas som komplement till kreditvärderingsinstitutens bedömningar. Endast ett fåtal av EU:s rättsliga bestämmelser om externa värderingar – till exempel de relevanta bestämmelserna i kapitalkravsförordningen/kapitalkravsdirektivet och Solvens II – kan skapa ett incitament för finansiella institutioner och försäkringsbolag att förlita sig på bedömningar från kreditvärderingsinstitut, vilket betyder att den fortsatta övervakningen bör fokusera på dessa två ramverk.

II. Situationen på kreditvärderingsmarknaden och en bedömning av bestämmelserna i förordningen om kreditvärderingsinstitut som ska stärka konkurrensen på kreditvärderingsmarknaden

1. Analys av kreditvärderingsmarknaden

Den nuvarande situationen på marknaden

Kreditvärderingsbranschen domineras av tre USA-baserade företag (S&P, Moody's och Fitch), som har en global geografisk täckning²⁵ för alla tillgångsklasser (företagsobligationer, statsobligationer, strukturerade finansiella instrument och säkerställda obligationer²⁶) (se även tabell 1) och en sammanlagd marknadsandel av intäkterna på cirka 92 % procent i EU (tabell 2)²⁷. Även om nya företag har etablerat sig på den europeiska kreditvärderingsmarknaden – vilken för närvarande består av 26 registrerade och 4 certifierade kreditvärderingsinstitut²⁸ – erbjuder de flesta av de mindre kreditvärderingsinstituten en begränsad värdering av tillgångsklasserna, en begränsad verksamhet över gränserna och en begränsad geografisk räckvidd.

²⁵ Vad avser lokaliseringen av den betygsatta emittenten eller det betygsatta instrumentet.

²⁶ Mer information om de olika kategorierna av tillgångsklasser finns i databasen CEREP.

²⁷ Marknadsandelarna har beräknats på grundval av 2014 års finansiella redovisningar.

²⁸ En uppdaterad förteckning över registrerade och certifierade kreditvärderingsinstitut finns tillgänglig på adressen <https://www.esma.europa.eu/supervision/credit-rating-agencies/risk>

Tabell 1: Kategorier av kreditbetyg som erbjuds av kreditvärderingsinstitut som var registrerade i EU under åren 2011–2015 (Källa: Esma, CEREP)

	2011									2012									2013									2014									2015 (Första planeringsterminen)										
Kreditvärderingsinstitut	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB		
AM Best Europe-Rating Services Ltd. (AMBERS)		IN	CO								IN	CO								IN	CO								IN	CO								IN	CO								
ARC Ratings, S.A.			CO							FI		CO									CO										CO	SV								CO	SV					SF	
ASSEKURATA Assekuranz Rating-Agentur GmbH		IN									IN										IN									IN									IN								
Axesor SA												CO									CO									CO									CO							SF	
BCRA-Credit Rating Agency AD	FI	IN	CO		SS					FI	IN	CO		SS						FI	IN	CO		SS					FI	IN	CO	SV	SS					FI	IN	CO	SV	SS					
Capital Intelligence (Cyprus) Ltd	FI		CO	SV						FI		CO	SV							FI		CO	SV						FI		CO	SV						FI		CO	SV						
CERVED Group S.p.A.			CO									CO									CO									CO									CO								
Creditreform Rating AG			CO						CB			CO						SF	CB			CO					SF	CB		CO						SF	CB		CO					SF	CB		
CRIF S.p.A.			CO									CO									CO									CO								CO									
Dagong Europe Credit Rating Srl (Dagong Europe)																			FI									FI	IN	CO							FI	IN	CO								
DBRS Ratings Limited	FI	IN	CO	SV	SS	PE		SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB		
The Economist Intelligence Unit Ltd																						SV									SV									SV							
Euler Hermes Rating GmbH	FI		CO							FI		CO								FI		CO							FI		CO						FI		CO								
European Rating Agency, a.s.					SS										SS																											SS					
EuroRating Sp. zo.o.																												FI		CO								FI		CO							
Feri EuroRating Services AG				SV									SV							FI		CO	SV						FI		CO	SV						FI		CO	SV					SF	
Fitch Ratings Limited	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB		
GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung mbH	FI		CO							FI		CO								FI		CO							FI		CO							FI		CO							
ICAP Group SA			CO									CO									CO									CO									CO								
INC Rating Sp. zo.o.																																											SS				
modeFinance S.r.l.																																								CO							
Moody's Investors Service Ltd	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB		
Rating-Agentur Expert RA GmbH																																						FI	IN	CO	SV		PE				
Scope Ratings AG			CO									CO														SF		FI		CO						SF		FI		CO						SF	
Spread Research SAS																					CO									CO								CO									
Standard & Poor's Credit Market Servics Europe	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB		

Förklaring:

FI	Företag – Finansiell	SN	Övernationell
IN	Företag – Försäkring	SF	Strukturerad Finansiell
CO	Företag – Icke finansiell	CB	Säkerställda obligationer
SV	Statlig		Ej registrerad
SS	Lokal/regional		
PE	Offentliga enheter		

Tabell 2: Beräkning av marknadsandelar baserad på 2014 års omsättning av kreditvärderingsverksamhet och stödtjänster på gruppnivå i EU

Registrerat kreditvärderingsinstitut	Marknadsandel
AM Best Europe-Rating Services Ltd. (AMBERS)	0,79 %
ARC Ratings, S.A.	0,02 %
ASSEKURATA Assekuranz Ratings-Agentur GmbH	0,21 %
Axesior S.A.	0,61 %
BCRA-Credit Rating Agency AD	0,02 %
Capital Intelligence (Cyprus) Ltd.	0,12 %
CERVED Group S.p.A.	1,20 %
Creditreform Rating AG	0,50 %
CRIF S.p.A.	0,33 %
Dagong Europe Credit Rating Srl	0,02 %
DBRS Ratings Limited	1,47 %
Euler Hermes Rating GmbH	0,20 %
European Rating Agency, a.s.	0,00 %
EuroRating Sp. Zo.o.	0,00 %
Feri EuroRating Services AG	0,64 %
Fitch Group ²⁹	16,80 %
GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung mbH	0,32 %
ICAP Group SA	0,55 %
INC Rating Sp. Zo.o. ³⁰	0,00 %
ModeFinance S.A. ³¹	0,00 %
Moody's Group ³²	34,67 %
Rating-Agentur Expert RA GmbH ³³	0,00 %
Scope Credit Rating GmbH	0,14 %
Spread Research SAS	0,11 %
Standard & Poor's Group ³⁴	40,42 %
The Economist Intelligence Unit Ltd.	0,87 %
Totalt	100 %

Källa: Esma

Den oligopolistiska och starkt koncentrerade strukturen i kreditvärderingsbranschen – både övergripande och på individuell produktkategorinivå – antyder att de största kreditvärderingsinstituten som verkar globalt i princip kan utnyttja sitt marknadsinflytande för att på ett lönsamt sätt höja priserna över de konkurrenskraftiga nivåerna över tid eller begränsa urvalet av eller kvaliteten på de tjänster som erbjuds.

Varje kreditvärderingsinstitut fungerar som en plattform som erbjuder tillgång till ett nätverk av emittenter och investerare där tillgång och efterfrågan är beroende av

²⁹ Fitch France S.A.S Fitch Deutschland GmbH Fitch Italia S.p.A. Fitch Polska S.A. Fitch Ratings España S.A.U. Fitch Ratings Limited and Fitch Ratings CIS Limited

³⁰ Registrerat med verkan från den 27 oktober 2015.

³¹ Registrerat med verkan från den 10 juli 2015.

³² Moody's Investors Service Cyprus Ltd Moody's France S.A.S. Moody's Deutschland GmbH Moody's Italia S.r.l. Moody's Investors Service España S.A. Moody's Investors Service Ltd och Moody's Investors Services EMEA Ltd.

³³ Registrerat med verkan från den 1 december 2015.

³⁴ Standard & Poor's Credit Market Services France S.A.S., Standard & Poor's Credit Market Services Italy S.r.l. och Standard & Poor's Credit Market Services Europe Limited.

varandra. Emittenter föredrar att använda de kreditvärderingsinstitut som erkänns av det största antalet relevanta investerare, och investerare vill använda de kreditvärderingsinstitut som kan erbjuda den största täckningen av de emittenter och instrument de är intresserade av.

Trots 2013 års ändringar av förordningen om kreditvärderingsinstitut har en mindre ökning av koncentrationen på den totala kreditvärderingsmarknaden konstaterats utifrån en beräkning som endast baseras på intäkterna från kreditvärderingsverksamheten. Mätningar av marknadsandelarna som baseras på de totala intäkterna (intäkter från värderingsverksamhet och stödtjänster) visar en lägre koncentration jämfört med de mätningar som endast är baserade på intäkterna från kreditvärderingsverksamheten. Beräkningen av marknadsandelarna på grundval av de totala intäkterna kompliceras emellertid av bristen på en allmän definition och behandling av begreppet ”stödtjänster”. Detta kan tyda på att stödtjänsterna utgör en viktig del av verksamheten för de mindre kreditvärderingsinstituten, medan de större kreditvärderingsinstituten i högre grad förlitar sig på intäkter från värderingsverksamheten. När det gäller typen av betyg har koncentrationen dessutom ökat för företagsobligationer (den mest koncentrerade marknaden), medan den har minskat för statspapper och strukturerade finansiella instrument.

De flesta av emittenterna använder i regel endast ett eller två kreditvärderingsinstitut istället för ett större urval, och deras val bestäms till stor del av kreditvärderingsinstitutets acceptans bland investerare, regleringsorgan och centralbanker³⁵. Dessutom verkar det finnas en stark preferens för kreditvärderingsinstitut som verkar globalt, vilket avspeglar det faktum att kreditvärderingsbranschens karaktär till stor del är baserad på företagets anseende. Valet av kreditvärderingsinstitut beror därför förmodligen i stor utsträckning på igenkänning av företagets namn.

En starkt koncentrerad marknad utgör en risk för den finansiella stabiliteten om kreditvärderingsinstituten iakttar varandras beteenden och svarar genom att ge liknande utlåtanden om emittenternas kreditvärdighet, vilket visade sig under den senaste finans- och statsskuldskrisen.

Hinder för inträde på marknaden

Inträdet på marknaden kan försvåras av rättsliga och marknadsrelaterade hinder.

Vad gäller de rättsliga hindren har den europeiska sammanslutningen av kreditvärderingsinstitut (EACRA) uttryckt farhågor över att majoriteten av de registrerade kreditvärderingsinstituten inte finns med i förteckningen över externa kreditvärderingsinstitut (ECAI) i Eurosystemets ramverk för kreditbedömning (ECAF) för godkännande av säkerheter, eftersom detta skulle kunna hämma konkurrensen³⁶. De externa kreditvärderingsinstituten måste uppfylla flera operativa

³⁵ Som exempel kan nämnas att DBRS har börjat få bättre tillgång till marknaden sedan ECB beslutade att ta med DBRS i förteckningen över externa kreditvärderingsinstitut (ECAI) i Eurosystemets ramverk för kreditbedömning (ECAF).

³⁶ EACRA – *Position Paper*, hänvisning: *ECB criteria for acceptance of Credit Rating Agencies as ECAI sources for ECAF purposes*, 26 februari 2016.

kriterier och erbjuda relevant täckning. Framför allt måste de uppfylla de krav för minsta täckning som har definierats av Eurosystemet när det gäller de värderade tillgångarnas, de värderade emittenternas och den värderade volymens spridning över de godkända tillgångsklasserna och länderna i euroområdet. Som ett resultat av detta erkänns endast kreditvärderingsinstitut av systemviktig betydelse för finanssystemet som externa kreditvärderingsinstitut av ECB – nämligen S&P, Moody's, Fitch och DBRS – och detta kan begränsa konkurrensen på kreditvärderingsmarknaden. Som har påpekats i Esmas tekniska råd *"är kreditbetyg fortfarande en faktor inom ramverken för bedömning av säkerheter hos vissa av centralbankerna i EU, vilket kan ha betydande dominoeffekter på de finansiella aktörernas egna förfaranden för interna bedömningar"*. Ett sätt att undanröja dessa hinder för inträde på marknaden skulle kunna vara att minska användningen av betyg inom Eurosystemets ramverk för kreditbedömning (ECAE).

Dessutom hänvisar vissa av svaren till kommissionens uppmaning att inkomma med synpunkter³⁷ till de fullgörandekostnader som utgör ytterligare hinder för nya aktörer, särskilt de mindre kreditvärderingsinstituten. För att kunna registreras som ett kreditvärderingsinstitut måste företagen visa att de uppfyller kraven i förordningen om kreditvärderingsinstitut. Trots att de mindre kreditvärderingsinstituten är undantagna från vissa av kraven anser de berörda parterna i branschen att de lagstadgade kraven gynnar de dominerande kreditvärderingsinstituten, eftersom det är mycket kostsamt att uppfylla kraven³⁸ för små kreditvärderingsinstitut. I de fall där det förekommer tröskelvärden som innebär ytterligare krav anses dessa ofta utgöra hinder för de små kreditvärderingsinstitutens expansion (särskilt när det gäller företagsobligationer, men även för strukturerade finansiella instrument). En övergripande balans måste hittas mellan proportionaliteten i de standarder som gäller mindre kreditvärderingsinstitut och behovet att säkerställa kvaliteten och öppenheten i de betyg som de utfärdar.

De tekniska genomförandestandarder för mappning av externa kreditvärderingsinstitut³⁹ som nyligen har antagits av kommissionen, på grundval av de europeiska tillsynsmyndigheternas tekniska rådgivning, kommer att göra det möjligt för europeiska banker och försäkringsgivare att använda mindre kreditvärderingsinstitut inom ramen för de lagstadgade kapitalkraven. Denna

³⁷ Samrådsdokumentet och resultatet av kommissionens uppmaning att inkomma med synpunkter finns tillgängliga på adressen http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/financial-regulatory-framework-review/index_en.htm

³⁸ Till exempel krav på att inrätta en oberoende granskningsnämnd med heltidsanställda medlemmar och en person som är ansvarig för efterlevnaden, krav på rapportering och offentliggörande samt krav på att informera betygsatta enheter innan betyget offentliggörs formellt.

³⁹ Kommissionens genomförandeförordning (EU) om fastställande av tekniska genomförandestandarder vad gäller indelning ("mappning") av kreditvärderingar från externa kreditvärderingsinstitut för kreditrisk i enlighet med artikel 136.1 och 136.3 i Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 575/2013, kommissionens genomförandeförordning (EU) om fastställande av tekniska genomförandestandarder för placeringen av externa ratinginstituts kreditvärderingar på en objektiv kreditkvalitetsskala för kreditkvalitetssteg i enlighet med Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/138/EG och kommissionens genomförandeförordning (EU) om fastställande av tekniska genomförandestandarder vad gäller inplacering ("mappning") av kreditvärderingar från externa kreditvärderingsinstitut för värdepapperisering i enlighet med Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 575/2013.

mappning kan göra det möjligt att använda mindre kreditvärderingsinstitut i framtiden och stimulera marknadens utveckling.

När det gäller dynamiken på marknaden är det största hindret för nya aktörer – bortsett från det faktum att det inte verkar finnas en tillräcklig efterfrågan på ytterligare kreditvärderingsinstitut – att kreditvärderingsbranschens karaktär till stor del är baserad på företagets anseende. Därför är det svårt för nya aktörer – som i regel har ett mycket lågt anseende bland investerare – att kompensera för bristen på historiska meriter såväl som den otillräckliga geografiska täckningen. Nya aktörer måste dessutom etablera en kundbas för att övervinna branschens ”nätverkseffekter”, vilka gynnar större kreditvärderingsinstitut på bekostnad av de mindre eftersom betyg från de största kreditvärderingsinstituten underlättar tillgången till marknaden för värderade produkter.

Avgifter

Genom 2013 års ändring av förordningen om kreditvärderingsinstitut infördes en bestämmelse om att de avgifter som kreditvärderingsinstitutens kunder betalar för tillhandahållande av kreditbetyg och tillhörande stödtjänster inte får vara diskriminerande och måste baseras på verkliga kostnader.

I sina svar till kommissionens uppmaning att inkomma med synpunkter hävdade vissa av försäkringsgivarna att kreditvärderingsinstituten verkar debitera marknadsaktörerna högre kostnader (upp till 80 % högre) för användning av kreditvärderingsinformation i sina rapporter till de nationella behöriga myndigheterna, vilket leder till en ökning av genomförandekostnaderna för Solvens II (som rapporterats av föreningen för europeiska kooperativa och ömsesidiga försäkringsbolag (Association of Mutual Insurers and Insurance Cooperatives in Europe)).

Enligt förordningen om kreditvärderingsinstitut har Esma befogenhet att övervaka kreditvärderingsinstituten för att säkerställa att de avgifter som kunderna betalar inte är diskriminerande och baseras på verkliga kostnader. Kommissionen uppmanar Esma att säkerställa en strikt efterlevnad av förordningen om kreditvärderingsinstitut när det gäller de avgifter som tas ut av försäkringsgivarna.

Förväntad utveckling inom marknaden för kreditvärderingsinstitut

Under de följande åren kommer ett antal åtgärder att införas i syfte att öka konkurrensen på marknaden för kreditvärderingsinstitut inom ramen för den europeiska kreditvärderingsplattformen. Detta kommer att öka synligheten för de kreditvärderingar som utfärdas av mindre kreditvärderingsinstitut och göra det lättare att jämföra värderingar av samma instrument från olika kreditvärderingsinstitut. De mappningar av externa kreditbetyg som nyligen antogs inom ramen för kapitalkravsförordningen och Solvens II är också avsedda att säkerställa en rättvis behandling av betyg som utfärdas av alla kreditvärderingsinstitut, oberoende av deras storlek, och göra det möjligt för tillsynsmyndigheterna att säkerställa att kreditvärderingsinstitut med systemviktig betydelse omfattas av effektiva skyddsåtgärder.

2. Effekter och utvärdering av bestämmelserna i förordningen om kreditvärderingsinstitut när det gäller konkurrensen

Det huvudsakliga syftet med 2013 års ändringar av förordningen om kreditvärderingsinstitut när det gäller konkurrensen var att öka konkurrensen mellan kreditvärderingsinstituten och uppmuntra användningen av mindre kreditvärderingsinstitut. Genom dessa ändringar infördes en obligatorisk dubbel kreditvärdering av strukturerade finansiella instrument (**artikel 8c**), ett incitament att anlita minst ett litet kreditvärderingsinstitut vid dubbel kreditvärdering (**artikel 8d**), generella och periodiska offentliggöranden (**artikel 11.2**) och inrättandet av en europeisk kreditvärderingsplattform (**artikel 11a**).

Artikel 8c

Enligt artikel 8c är emittenterna skyldiga att begära dubbel kreditvärdering av strukturerade finansiella instrument för att säkerställa en oberoende andra värdering.

Denna bestämmelse kan endast påverka marknaden om den andra värderingen offentliggörs eller är känd av investerarna. I så fall kan investerarna och emittenterna jämföra värderingar av samma finansiella instrument. Som en följd av detta kommer kreditvärderingsinstitutens anseendemässiga kostnader att öka eftersom stora skillnader mellan värderingar från olika kreditvärderingsinstitut kan väcka tvivel om kvaliteten på värderingarna i sig.

Om investerarna är medvetna om att emittenterna är skyldiga att utverka den andra värderingen kan investerarna begära att få ta del av den även om det inte finns något rättsligt krav att offentliggöra den. Kvaliteten på ett finansiellt instrument kan därför uppfattas som sämre om den andra värderingen inte har offentliggjorts.

Totalt sett har antalet kreditvärderingsinstitut som värderar strukturerade finansiella instrument ökat, vilket betyder att emittenterna inte bara efterfrågar kompletterande värderingar från stora kreditvärderingsinstitut – som redan har värderat de strukturerade finansiella instrumenten – utan faktiskt även från små. Denna åtgärd verkar således vara förmånlig för marknadssegmentet för strukturerade finansiella instrument.

Artikel 8d

Enligt artikel 8d ska en emittent eller en anknuten tredje part som avser att utse minst 2 kreditvärderingsinstitut för kreditbetyg på samma emission eller enhet överväga att utse åtminstone ett kreditvärderingsinstitut med högst 10 % av den totala marknadsandelen, under förutsättning att emittenten eller den anknutna tredje parten anser att kreditvärderingsinstitutet är i stånd att kreditvärdera emissionen eller enheten i fråga och att ett av dessa mindre kreditvärderingsinstitut är tillgängligt för en kreditvärdering. Om en emittent eller en anknuten tredje part inte avser att utse minst ett mindre kreditvärderingsinstitut ska detta dessutom dokumenteras.

Denna åtgärd har ännu inte genomförts och verkställts fullt ut på nationell nivå. Därför är det ännu inte möjligt att bedöma effekterna av artikel 8d. Dessutom kan antalet enheter och instrument som har flera värderingar ännu inte identifieras genom

databasen CEREP⁴⁰ (men den europeiska kreditvärderingsplattformen kommer att göra det möjligt för investerare att se vilka kreditvärderingsinstitut som har utfärdat ett kreditbetyg på en särskild enhet eller ett särskilt instrument).

Små kreditvärderingsinstitut har inte alltid tillräcklig erfarenhet eller tillräckligt anseende för att emittenter frivilligt ska välja dem för den andra kreditvärderingen (och en sådan andra värdering är inte obligatorisk såvida inte utfärdandet gäller ett strukturerat finansiellt instrument). Effekten beror på om emittenterna väljer att begära den andra kreditvärderingen från ett mindre kreditvärderingsinstitut eller huruvida de väljer att förklara varför det inte gör det.

Dessutom kan det finnas en brist på incitament för enskilda emittenter att byta kreditvärderingsinstitut enligt ”uppfyll eller förklara”-bestämmelsen, eftersom artikel 8d inte är obligatorisk. För att förbättra effektiviteten i denna bestämmelse har Esma godkänt mandatet för en tillfällig arbetsgrupp om vilken information som ska dokumenteras och rapporteras vid användning av flera kreditvärderingsinstitut i syfte att hjälpa de behöriga myndigheterna i olika sektorer med deras tillsynsskyldigheter enligt artiklarna 8d och 8c i förordningen om kreditvärderingsinstitut⁴¹.

Slutligen har användningen och effektiviteten av de beräkningar av marknadsandelarna som krävs i artikeln väckt frågor eftersom de inte bara beräknas på grundval av intäkterna från kreditvärderingar, utan även intäkterna från stödtjänster. Sådana beräkningar kan även vara vilseledande på grund av att stödtjänsterna inte har definierats på ett tydligt sätt. Små kreditvärderingsinstitut och nya aktörer har hävdat att det finns en bristande medvetenhet om genomförandet av artikeln och föreslagit att riktlinjer ska utfärdas på EU-nivå eller medlemsstatsnivå.

Artikel 11.2

Enligt artikel 11.2 är kreditvärderingsinstituten skyldiga att rapportera uppgifter om vilka kreditvärderingar de utfärdar – inbegripet värderingar som utfärdas på eget initiativ – till Esmas centralregister (CEREP-databasen). Detta gör det möjligt för investerare att jämföra uppgifter mellan olika kreditvärderingsinstitut och undersöka resultaten av de värderingar som har utfärdats av ett enskilt kreditvärderingsinstitut.

Artikel 11.2 kan gynna avancerade investerare mer än försiktiga, eftersom jämförelser av kreditvärderingsinstitutens resultat kräver tid och kunskap även om all information finns tillgänglig för allmänheten.

En publicering av sådana uppgifter kan öka synligheten för små kreditvärderingsinstitut och hjälpa dem att övervinna anseendemässiga hinder för inträde på marknaden.

Artikel 11a

⁴⁰ CEREP-databasen innehåller uppgifter om kreditvärderingar som har utfärdats av registrerade och certifierade kreditvärderingsinstitut och kreditvärderingar som har godkänts av registrerade kreditvärderingsinstitut, såväl som kreditvärderingar som har utfärdats i ett tredje land av kreditvärderingsinstitut som inte är certifierade eller registrerade i EU men som hör till samma grupp. En del av informationen i CEREP-databasen är tillgänglig för allmänheten via Esmas webbplats.

⁴¹ Se även Frågor och svar, Riktlinjer och andra av Esmas verktyg, såväl som den gemensamma rapporteringsmallen med tillhörande instruktioner.

Enligt artikel 11a kommer CEREP att införlivas i den europeiska kreditvärderingsplattformen, en webbplats där Esma kommer att offentliggöra alla tillgängliga kreditvärderingar som har utfärdats av registrerade och certifierade kreditvärderingsinstitut.

Den europeiska kreditvärderingsplattformen har inrättats i syfte att öka mängden av information som finns tillgänglig för investerare och för att skapa öppenhet för mindre kreditvärderingsinstitut, eftersom ett offentliggörande av alla kreditvärderingar på en webbplats kan öka investerarnas medvetenhet och förtroende gentemot små kreditvärderingsinstitut. Då kreditvärderingsinstituten använder olika metoder är det emellertid svårt att göra enkla jämförelser mellan värderingarna.

Det bör även påpekas att ”investerarbetalda värderingar” – vilka endast tas fram och offentliggörs för investerare mot en avgift – inte ingår i den europeiska kreditvärderingsplattformen för att inte undergräva sådana affärsmodeller.

Den europeiska kreditvärderingsplattformen är ännu inte fullt fungerande, och det är därför för tidigt att bedöma dess inverkan på konkurrensen. Eftersom öppenhet och anseende är mycket viktiga faktorer i kreditvärderingsbranschen bör effekterna av denna konkurrensinriktade bestämmelse övervakas även efter att plattformen har genomförts fullt ut.

3. Övergripande bedömning

Det är uppenbart att små kreditvärderingsinstitut och nya aktörer på marknaden ännu inte utfärdar något större antal kreditvärderingar inom alla tillgångsklasser och att konkurrensen mellan kreditvärderingsinstituten är begränsad med tanke på de ofta förekommande avgiftshöjningarna och de höga avgifter som tas ut av de största kreditvärderingsinstituten.

Det måste emellertid även betonas att kreditvärderingsmarknaden är en mycket speciell marknad som huvudsakligen drivs av anseende bland investerare och emittenter. Med tanke på att marknaden i så hög grad baseras på aktörernas anseende kan åtgärder som tvingar fram ett större urval av kreditvärderingsinstitut än vad som skulle väljas av emittenter och uppskattas av investerare leda till oavsiktliga konsekvenser och samtidigt ge en minskad effekt när det gäller att uppmuntra nya aktörer på marknaden.

Förordningen om kreditvärderingsinstitut skapade en positiv ram för en förbättring av konkurrensen inom marknadssektorn.

Generellt sett kan artikel 8c, i kombination med artikel 8d, 11.2 och 11a, leda till en ökad efterfrågan på små kreditvärderingsinstitut för värdering av strukturerade finansiella instrument. Dessutom kan genomförandet av artiklarna 11a och 11.2 – vilket gör informationen om den andra värderingen tillgänglig för allmänheten – förbättra effekten av artikel 8c, så att investerarna kan öka pressen för att få kreditvärderingsinstituten att konkurrera om kvaliteten.

Förordningen om kreditvärderingsinstitut har även skapat större öppenhet för kreditvärderingsinstitut som är verksamma i EU, bland annat genom registreringen

inom Esma och offentliggörandet av information om utfärdade kreditvärderingar. De insynsfrämjande åtgärderna har dessutom ökat medvetenheten om att det finns små kreditvärderingsinstitut på marknaden. Slutligen verkar utfärdandet – och offentliggörandet – av värderingar som gjorts på eget initiativ vara ett effektivt verktyg för att öka synligheten för små kreditvärderingsinstitut så att de kan bygga upp sitt anseende.

Sammanfattningsvis förväntar kommissionen sig inte någon snabb förändring av den oligopolistiska kreditvärderingsbranschen, även om flera åtgärder håller på att genomföras. Analysen och Esmas tekniska råd visar emellertid att det behövs mer tid för att göra en fullständig bedömning av vilka effekter de nyligen införda åtgärderna i förordningen om kreditvärderingsinstitut har på konkurrensen i kreditvärderingsbranschen.

III. Effekter och utvärdering av bestämmelserna om kreditvärderingsinstitut när det gäller förvaltningen

Med tanke på att den nuvarande kreditvärderingsbranschen fortfarande domineras av tre stora kreditvärderingsinstitut och att nya kreditvärderingsinstitut måste övervinna olika hinder för att komma in på marknaden är det av yttersta vikt att säkerställa att kreditvärderingsinstituten arbetar på ett korrekt sätt och utfärdar kreditbetyg av hög kvalitet, i synnerhet när det gäller etablerade kreditvärderingsinstitut. Detta kan endast uppnås genom lämpliga rättsliga restriktioner, vilka i slutändan kommer att gynna utfärdandet av värderingar av hög kvalitet och därmed även stabiliteten på marknaden.

Under finanskrisen uppstod bland annat frågeställningar kring kreditvärderingarnas kvalitet och oberoende. Framför allt fanns en oro för en möjlig intressekonflikt mellan emittenterna och kreditvärderingsinstituten på grund av ersättningsmodellen där emittenterna betalar, och de starka och långvariga relationerna emittenterna emellan. Det fanns även farhågor om kreditvärderingsinstitutens oberoende när de betygsatte instrument som utfärdats av deras aktieägare samt om värderingsanalytikernas oberoende och kvalifikationer. Efter finanskrisen fanns det dessutom ett behov av att förbättra insynen om strukturerade finansiella produkter för att göra det möjligt för investerarna att utföra sina egna bedömningar av kreditvärdigheten hos dessa komplexa produkter. För att lösa dessa frågor infördes ett antal bestämmelser genom den senaste ändringen av förordningen om kreditvärderingsinstitut avseende intressekonflikter (1), strukturerade finansiella instrument (2) och ersättningsmodeller (3). Syftet med detta avsnitt är att granska om dessa bestämmelser är effektiva eller om det finns ett behov av ytterligare förbättringar.

1. Intressekonflikter

Förordningen om kreditvärderingsinstitut omfattar flera bestämmelser om hur intressekonflikter ska undvikas och hur sådana situationer ska hanteras. Det övergripande syftet är att säkerställa kreditvärderingsinstitutens oberoende och därmed kvaliteten på deras värderingar såväl som att stärka investerarnas förtroende för den finansiella marknadens funktion i allmänhet.

Inrättandet av oberoende icke verkställande styrelseledamöter genom förordningen om kreditvärderingsinstitut har varit en viktig faktor för att säkerställa effektiviteten i de interna kontrollsystemen och identifiera intressekonflikter. Genom att utse personer med dessa uppgifter är det mycket viktigt att säkerställa minimikrav för kunskap och gott anseende. Esma har uttryckt en önskan om att arbeta mer förebyggande i detta hänseende för att säkerställa en hög förvaltningsnivå i alla kreditvärderingsinstitut.

I förordningen om kreditvärderingsinstitut fastställs interna regler och förfaranden för analytiker och andra personer som är involverade i kreditvärderingsprocessen för att identifiera och hantera eventuella intressekonflikter som kan uppstå under värderingsprocessen. Dessa bestämmelser kompletteras med de detaljerade kraven i bilaga I till förordningen om kreditvärderingsinstitut. Undantagsregler för små kreditvärderingsinstitut gör det möjligt att säkerställa att förordningens effekt på kreditvärderingsinstitut av olika storlek är proportionerlig.

Aktieägarnas tryck på kreditvärderingsinstituten kan undergräva deras oberoende om ett kreditvärderingsinstitut värderar sina egna aktieägare eller finansiella instrument som har utfärdats av aktieägarna. Detta motverkas genom bestämmelser om begränsning av aktieinnehavet, vilket säkerställer att kreditvärderingsinstituten är oberoende och utfärdar betyg av hög kvalitet. Den praktiska tillämpningen av dessa bestämmelser är fortfarande oklar, eftersom det i dagsläget inte finns någon gemensam definition av begreppet ”aktieägare” på europeisk nivå.

Genom förordningen om kreditvärderingsinstitut föreskrivs ett antal krav när det gäller de kunskaper, färdigheter och beteenden som värderingsanalytiker och andra anställda på ett kreditvärderingsinstitut måste uppvisa om de är involverade i värderingsprocessen. Genom att inrätta en successiv roteringsmekanism för dessa personer kan oberoende värderingar säkerställas. Om personalen roterar kan emellertid överföringen av en analytiker till en annan portfölj medföra ökande kostnader.

Esma:s nuvarande arbete när det gäller riktlinjer för validering och granskning av kreditvärderingsinstitutens metoder⁴² kan ge ytterligare klarhet i fråga om ett kreditvärderingsinstituts interna efterlevnad och riskförfaranden och därmed en tydligare definition av begreppet ”kreditvärderingsmetod” med beaktande av definitionen i Ioscoss uppförandekod⁴³ från år 2015.

Den nuvarande sanktionsnivån verkar inte vara proportionell mot kreditvärderingsinstitutens omsättning, i synnerhet inte när det gäller de större instituten. De straffavgifter som för närvarande kan åläggas av Esma har inte någon avskräckande effekt i praktiken⁴⁴. Kommissionen kommer därför att granska

⁴² Se samrådsdokumentet på Esma:s webbplats, <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-consults-validation-and-review-cras%E2%80%99-methodologies-guidelines>.

⁴³ *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies Final Report* 2015 från Iosco (Internationella organisationen för värdepapperstillsyn), tillgänglig på adressen <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD482.pdf>

⁴⁴ Som jämförelse bestämde den amerikanska finansinspektionen (U.S. Securities and Exchange Commission, SEC) i januari 2015 att Standard & Poor's skulle betala straffavgifter på sammanlagt

sanktionssystemet i förordningen om kreditvärderingsinstitut, vilket skiljer sig från systemen i senare europeisk lagstiftning.

2. Bestämmelser avseende strukturerade finansiella instrument och en möjlig utvidgning till andra finansiella produkter

Bestämmelsen i förordningen om kreditvärderingsinstitut om obligatorisk rotering mellan ett kreditvärderingsinstitut och en emittent (artikel 6b) är begränsad till utfärdandet av återvärdepapperiseringar genom en avvalningsperiod på högst fyra år under vilken ett kreditvärderingsinstitut inte får utfärda kreditbetyg på återvärdepapperiseringar med underliggande tillgångar från samma originator. Kostsamma effekter som kan uppstå för små kreditvärderingsinstitut dämpas genom ett undantag.

Artikel 8b i förordningen om kreditvärderingsinstitut innehåller krav på att Esma ska inrätta en webbplats i syfte att offentliggöra information om strukturerade finansiella instrument. Esma meddelade nyligen att webbplatsen sannolikt inte kommer att vara tillgänglig för de rapporterade enheterna när den lagstadgade tidfristen löper ut den 1 januari 2017 på grund av svårigheter som har uppstått under det förberedande arbetet.

Artikel 6b och artikel 8b har ännu inte genomförts och verkställts i praktiken. När det gäller bestämmelsen om obligatorisk dubbel kreditvärdering av strukturerade finansiella instrument i artikel 8c verkar det som om det för närvarande inte finns ett tillräckligt stort urval av kreditvärderingsinstitut som värderar olika tillgångsklasser för att konkurrensen ska kunna fungera effektivt. Med tanke på ovanstående verkar en eventuell utvidgning av den obligatoriska roteringsmekanismen och bestämmelserna om offentliggörande av information om strukturerade finansiella instrument till andra finansiella produkter vara förhastad i detta skede, eftersom det för närvarande inte finns tillräckliga uppgifter för att analysera effekterna av dessa bestämmelser på kreditvärderingen. Kommissionen kommer att fortsätta att övervaka utvecklingen på marknaden efterhand som de relevanta bestämmelserna i förordningen om kreditvärderingsinstitut blir tillämpliga.

3. Alternativa ersättningsmodeller

Kreditvärderingsbranschen har inte genomgått några större förändringar vad gäller ersättningsmodellerna sedan genomförandet av förordningen om kreditvärderingsinstitut, särskilt när det gäller värderingar av företagsobligationer och strukturerade finansiella instrument. Den dominerande och mest använda ersättningsmodellen i kreditvärderingsbranschen är modellen där emittenten betalar, vilken innebär att kreditvärderingsinstituten får betalt av emittenter som vill begära in kreditbetyg på sina investeringsprodukter.

Andra exempel på ersättningsmodeller är modellen med kvarhållande av risk (skin-in-the-game), där investerarna tar fram kreditbetyg för projekt som de delvis finansierar själva genom att hålla kvar de utfärdade instrumenten, eller där

77 miljoner dollar för ett antal överträdelser av de federala säkerhetslagarna
<https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-10.html>

kreditvärderingsinstituten ersätts med de instrument som de värderar och som de innehar till förfallodagen⁴⁵, och modellen där plattformen betalar, vilken innebär att en mellanhand införs på marknaden för att finansiera och ta fram kreditbetyget. Modellen med ersättning efter prestation (pay-for-performance compensation) utgår från att varje kreditvärderingsinstitut betalar en fast procentandel av sina intäkter till en gemensam fond, vilken sedan betalas ut till det kreditvärderingsinstitut som uppvisar bäst resultat. Detta ger kreditvärderingsinstituten incitament att förbättra noggrannheten i sina värderingar, men kan leda till osäkerhet vad gäller incitamentsmekanismens effektivitet. Kreditvärderingar kan även tas fram av icke vinstdrivande organisationer eller finansieras av regeringar. Statlig inblandning i tilldelningen av kreditvärderingsinstitut till emittenter kan öka risken för en segmentering av marknaden längs nationsgränserna och möjligen även utlösa intressekonflikter inom branschen, särskilt med avseende på utfärdandet av kreditbetyg på statspapper och lokala/regionala instrument.

Som konstaterades i kommissionens konsekvensbedömning år 2011 kan alla de möjliga ersättningsmodellerna innebära en risk för intressekonflikter. I förordningen om kreditvärderingsinstitut föreskrivs därför inte användningen av en särskild ersättningsmodell, eftersom det inte finns något väsentligt behov att förorda en modell framför de andra.

För närvarande används alternativa ersättningsmodeller nästan inte alls som fristående lösningar, eftersom kreditvärderingsinstituten brukar använda hybridmodeller i praktiken. Kreditvärderingar utfärdas till vissa kunder enligt modellen där emittenten betalar och till andra enligt modellen där investeraren betalar eller genom abonnemang. I Esmas analys fastslås att denna flexibilitet när det gäller valet av ersättningsmodell bör bibehållas så att marknadsaktörerna fritt kan välja den modell som passar bäst för deras marknadsstrategi.

4. Övergripande bedömning

Mot bakgrund av ovanstående analys verkar bestämmelserna om förvaltning i förordningen om kreditvärderingsinstitut ha en övervägande förebyggande karaktär, samtidigt som de ger ett betydande bidrag till säkerställandet av kreditvärderingsinstitutens oberoende. Även om vissa av bestämmelserna enligt Esmas tekniska råd kan skapa genomförandekostnader för kreditvärderingsinstituten på grund av ändringar av IT-systemen, utbildning, efterlevnad och rättsliga förfaranden förväntas de nya ramarna för kreditvärderingsinstitutens förvaltning innebära fördelar på lång sikt.

Förändringarna kommer inte att vara synliga omedelbart i kreditvärderingsförfarandet, men bestämmelserna är effektiva när det gäller att ge regleringsorganen de nödvändiga verktygen för att övervaka kreditvärderingsinstitut som inte uppfyller förvaltningsbestämmelserna i förordningen om kreditvärderingsinstitut. Sanktionssystemet i förordningen om kreditvärderingsinstitut kan emellertid behöva revideras för att säkerställa att det är avskräckande på ett trovärdigt och proportionerligt sätt.

⁴⁵ Modellen bygger på antagandet att enheten som utfärdar kreditbetyget – och som även investerar i de värdepapper som värderas – har ett tydligt intresse av en noggrann värdering.

IV. Lämpligheten and genomförbarheten med att stödja ett europeiskt kreditvärderingsinstitut

På grund av frågor kring de konjunkturförstärkande effekterna vid offentliggörandet av kreditbetyg som uppdagades vid den senaste statsskuldskrisen i EU ändrades förordningen om kreditvärderingsinstitut år 2013 genom att kompletterande åtgärder infördes för att öka öppenheten i värderingen av statsskulder. I artikel 8a i förordningen om kreditvärderingsinstitut fastställs krav på att kreditvärderingsinstitut måste publicera en årlig tidsplan där datumen för offentliggörandet av deras respektive kreditbetyg på statspapper ska anges.

I en rapport år 2015⁴⁶ analyserade kommissionen lämpligheten i att utveckla en europeisk bedömning av kreditvärdigheten och huruvida det finns tillräckliga och fullgoda informationskällor för att investerarna ska kunna utföra en egen kreditriskbedömning av statspapper. I sin rapport drog kommissionen slutsatsen att införandet av en sådan europeisk bedömning av kreditvärdigheten endast skulle tillföra lite mervärde till den befintliga information som tillhandahålls av olika källor inom det finanspolitiska och makroekonomiska övervakningssystemet (t.ex. de rapporter som utfärdas inom ramen för den europeiska planeringsterminen). Det skulle inte heller innebära någon förbättring när det gäller informationen för institutionella investerare, eftersom de redan får tillräckligt med uppgifter genom offentliga och privata kanaler. Dessutom tenderar investerare som är verksamma på den globala marknaden för statspapper att förlita sig mer på information som tillhandahålls av internationella institutioner som Internationella valutafonden (IMF) eller Världsbanken.

SAMMANFATTNING

Externa kreditbetyg spelar fortfarande en viktig roll i vissa delar av EU:s regelverk inom finanssektorn, särskilt för banker och försäkringsbolag. Kommissionen anser emellertid att det för närvarande inte finns några genomförbara alternativ som kan ersätta externa kreditbetyg helt och hållet. Mot bakgrund av detta bör tillsynsmyndigheterna fortsätta att främja en minskning av det mekaniska förlitandet på kreditbetyg genom att säkerställa att marknadsaktörerna använder alternativa verktyg, såsom de som anges i avsnitt I.2, som ett komplement till externa kreditbetyg. Kommissionen kommer å sin sida att fortsätta övervakningen av utvecklingen på marknaden.

När det gäller konkurrensaspekter kommer kommissionen att fortsätta att övervaka marknadsutvecklingen inom ramen för genomförandet av förordningen om kreditvärderingsinstitut innan ytterligare åtgärder övervägs. Detta är särskilt viktigt eftersom vissa av bestämmelserna fortfarande håller på att genomföras och det behövs mer tid för att bedöma fördelarna.

⁴⁶ Rapport från kommissionen till Europaparlamentet och rådet om lämpligheten av att utveckla en europeisk kreditvärdighetsbedömning för statsskulder, Bryssel, 23.10.2015, COM(2015), tillgänglig på adressen <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52015DC0515>

Att säkerställa att regelverket är proportionerligt och inte medför onödiga kostnader är en förutsättning för att underlätta inträdet på marknaden och skapa ökad konkurrens på marknaden för kreditvärderingsinstitut. Som en uppföljning till sin uppmaning att inkomma med synpunkter kommer kommissionen att fortsätta att övervaka tillämpningen av förordningen om kreditvärderingsinstitut när det gäller mindre kreditvärderingsinstitut, särskilt när det gäller frågan om proportionalitet.

På ett mer allmänt plan kommer kommissionen att försöka undvika och ytterligare minska rättsliga hinder för inträde på marknaden som den nyligen gjorde genom att ändra de europeiska tillsynsmyndigheternas förslag till tekniska genomförandestandarder om mappning av kreditbetyg. Kommissionen kommer även att främja ett så brett erkännande som möjligt för mindre kreditvärderingsinstitut, däribland inom ramen för Eurosystemets ramverk för kreditbedömning (ECAE).

Trots dessa ansträngningar för att stimulera konkurrensen visar den senaste utvecklingen att marknaden för kreditvärderingar kan förbli ett starkt koncentrerat oligopol under överskådlig framtid. I detta sammanhang är det viktigt att säkerställa att etablerade kreditvärderingsinstitut omfattas av ett stabilt regelverk som stöds av ett trovärdigt sanktionssystem med proportionerliga bötesstraffnivåer som har en avskräckande effekt. Effektiva interna förfaranden för förvaltning och efterlevnad spelar dessutom en särskilt viktig roll för att säkerställa kvaliteten på de externa kreditbetygen på en marknad som kännetecknas av ett begränsat konkurrenstryck, och genom förordningen om kreditvärderingsinstitut har viktiga krav införts för att stärka dessa bestämmelser.

När det gäller strukturerade finansiella instrument är det för tidigt att bedöma om förordningen om kreditvärderingsinstitut har någon effekt, eftersom vissa relevanta bestämmelser ännu inte har tillämpats i praktiken. Mot bakgrund av detta verkar det för närvarande inte vara lämpligt att överväga en utvidgning av bestämmelserna i förordningen om kreditvärderingsinstitut till andra finansiella produkter.

Vad gäller rapporteringskravet i artikel 39b.2 andra stycket i förordningen om kreditvärderingsinstitut, och med hänsyn till 2015 års rapport från kommissionen om lämpligheten av att utveckla en europeisk kreditvärdighetsbedömning för statsskulder, anser kommissionen att det för närvarande inte finns något behov av ett europeiskt kreditvärderingsinstitut som specialiserar sig på statsskulder eller en europeisk kreditvärderingsstiftelse för andra kreditvärderingar. Dessutom hade inrättandet av sådana gemensamma organ sannolikt medfört kostnader som hade varit större än det eventuella mervärdet för kreditvärderingsbranschen i praktiken.

Generellt sett antas bestämmelserna i förordningen om kreditvärderingsinstitut ha en långsiktigt positiv effekt på kreditvärderingsbranschen. Det finns för närvarande inte några bevis för eventuella negativa konsekvenser för kreditvärderingsinstituten eller emittenterna. Eftersom alla bestämmelser i förordningen om kreditvärderingsinstitut ännu inte har genomförts måste kreditvärderingsbranschen övervakas även i fortsättningen för att den fullständiga effekten av detta rättsliga ramverk ska kunna bedömas.