



Juridisk Publikation

STOCKHOLM - UPPSALA - LUND - GÖTEBORG - UMEÅ

Benjamin Johansson

En lösning på kreditvärderingsinstitutens intressekonflikt

Särtryck ur häfte 2/2021

EN LÖSNING PÅ KREDITVÄRDERINGSINSTITUTENS INTRESSEKONFLIKT

Av Benjamin Johansson¹

Kreditvärderingsinstituten fick stor uppmärksamhet i samband med den globala finanskrisen 2008. Institutet anklagades snabbt för att ha utfärdat alltför generösa kreditbetyg på marknadens finansiella instrument och därigenom spelat en central roll i finanskrisen. Likaså kritiserades instituten för att ha missbedömt investmentbanken Lehman Brothers kreditvärde och varit delaktiga i bankens fall. Efter 2008 blev instituten föremål för en tämligen omfattande reglering. Trots detta valde lagstiftaren att inte reglera institutens kritiserade betalningsmodell och intressekonflikten kopplad därtill. Syftet med denna artikel är att behandla intressekonflikten som följer av denna betalningsmodell och att diskutera ett lösningsförslag som presenterades i samband med den amerikanska post-krisregleringen Dodd-Frank Act.

I. INTRODUKTION

Vi möts dagligen av olika betyg och värderingar av alltifrån restauranger och filmer till universitet och detaljhandelsföretag. Betygen är en del av vår vardag och hjälper oss att ta in och förstå nyanserad, och ibland väldigt komplicerad information. Med varierande grad av subjektivitet bestäms betygen ofta av experter genom lättillgängliga system med siffror, bokstäver eller andra symboler. Även på kapitalmarknaden finns experter som betygsätter och värderar olika saker. Förutom Morningstar som betygsätter fonder med en till fem stjärnor baserat på hur fonderna presterat, finns värdepappersanalytiker som värderar och betygsätter företag. Därutöver finns kreditvärderingsinstitut som betygsätter stater, organisationer, företag och finansiella instrument utifrån deras kreditvärdighet. Kreditvärderingsinstituten skiljer sig dock på många sätt från andra betygsättare på kapitalmarknaden. En skillnad är exempelvis att instituten verkar på en marknad som domineras av tre aktörer, Standard & Poor's (S&P), Moody's och Fitch Ratings, vars kreditbetyg i princip har makten att avgöra en stats eller ett företags ekonomiska framtid.²

¹ Biträdande jurist, Mannheimer Swartling Advokatbyrå. Artikeln bygger delvis på författarens examensarbete författat vårterminen 2020.

² Författaren Thomas L. Friedman sade en gång i en intervju, om än något tillspetsat att "There are two superpowers in the world today in my opinion. There's the United States and there's Moody's Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody's can destroy you by downgrading your bonds. And believe me, it's not clear sometimes who's more powerful". Se Partnoy, The Siskel and Ebert of Financial Markets?, s 620.

Instituten har länge kritiserats för att flertalet gånger ha utfärdat felaktiga eller missvisande kreditbetyg.³ Historiken av missbedömningar vittnar om ett större problem som kreditvärderingsbranschen länge ifrågasatts för och som förevarande artikel ska fokusera på, nämligen institutens betalningsmodell och dess intressekonflikt. Betalningsmodellen, som i denna artikel benämns av mig som emittentbetalningsmodellen, går ut på att kunder som vill få sina instrument kreditvärderade också betalar för kreditvärderingarna.⁴ Denna modell har länge hävdats ha en inneboende intressekonflikt som bidragit till att kreditbetyg ofta blivit generösare än berättigat, främst på grund av institutens försök till att vara sina kunder till lags.⁵ Efter finanskrisen 2008 stod det klart att emittentbetalningsmodellen hade spelat en stor roll i krisens uppbyggnad.⁶ På samma sätt stod det klart för både den amerikanska lagstiftaren och lagstiftaren i Europeiska unionen (EU) att kreditvärderingsinstitutet behövde regleras och omfattande regelverk kom därför att presenteras på kreditvärderingsmarknaden. Trots den mängd kritik som emittentbetalningsmodellen utsatts för genom åren och dess koppling till finanskrisen, valde lagstiftarna inte att förbjuda betalningsmodellen. En del av förklaringen tycks ha varit att lagstiftarna inte kunde komma överens om en sådan ingripande lösning på problemet. Emittentbetalningsmodellen tillämpas därför som vanligt på marknaden än idag.

Under den amerikanska lagstiftningsprocessen som följde finanskrisen presenterades en intressant lösning på betalningsmodellens intressekonflikt i det så kallade Franken-Wicker-förslaget.⁷ Förslaget gick ut på att införa en oberoende styrelse vars uppdrag skulle vara att förmedla kreditvärderingsuppdragen på marknaden. Förslaget kom emellertid att urvattnas och dess lösning blev aldrig verklighet.

I ljuset av det sagda syftar denna artikel till att diskutera emittentbetalningsmodellen och huruvida en oberoende uppdragsförmedlande styrelse, i enlighet med det amerikanska Franken-Wicker-förslaget, vore en lämplig lösning på betalningsmodellens intressekonflikt.

3 Se t ex Coffee, Ratings Reform, s 2; Katz m fl, Credit Rating Agencies, s 4; FCIC, The Financial Crisis Inquiry Report, s 14 ff.

4 På engelska benämns betalningsmodellen ofta som "issuer pays", se t ex Verständig SvJT 2014 s 12 not 19.

5 FCIC, The Financial Crisis Inquiry Report, s xxv.

6 Se t ex Report of the High level group on financial supervision in the EU, ledd av Jacques de Larosiere, s 9.

7 Se bl a Franken & Wickers kommentar till Franken-Wicker-förslaget. Hittas på: <https://www.sec.gov/comments/4-629/4629-28.pdf> (SEC File Number: 4-629).

2. ALLMÄNT OM KREDITVÄRDERINGSINSTITUTEN

Under 1800-talet hade kreditgivare generellt sett begränsade verktyg att tillgå för att få information om blivande kredittagare. Till följd av populationsökningen och industrialiseringen i USA växte efterfrågan hos kreditgivarna på pålitlig kreditinformation. Som en reaktion startade den amerikanska affärsmannen Lewis Tappan företaget The Mercantile Agency i New York 1841, vilket brukar ses som en förlaga till det moderna kreditvärderingsinstitutet. En viktig milstolpe för branschen kom sedan att nås 1909 när den unga finansanalytikern John Moody publicerade sina modeller för kreditvärdering. Moodys kreditvärderingar var förenade med ett enkelt betygssystem som med hjälp av siffror och bokstäver betecknade kreditvärdet på ett värdepapper, t.ex. Aaa, Aa1, Ba1, Ba2 och så vidare, där Aaa var den högsta kreditvärderingen. Variationer av Moodys sätt att värdera krediter med hjälp av siffror och bokstäver kom sedan att börja användas av de kommande årens nya marknadsaktörer Poor's Publishing Company (1916), Standard Statistics Company Inc. (1922) och Standard & Poor's (1941) som idag tillsammans besitter marknadsandelar på omkring 95 procent.⁸

2.1 KREDITVÄRDERINGAR

Korrekt information och en effektiv informationsspridning är viktigt för en väl fungerande kapitalmarknad och det var ur detta behov som kreditvärderingsinstitutet växte fram. Institutet är tänkta att fungera som pålitliga tredje parter på marknaden. Informationen som institutet presenterar förbättrar marknads effektivitet genom att effektivisera allokeringen av kapitalmarknadens resurser, detta genom att underlätta finansiella värderingar och investeringsbeslut samt att motarbeta informationsasymmetrier på kapitalmarknaden.

Kreditvärderingsinstitutens affärsmodell går ut på att samla och analysera finansiell information om företag, stater och låneinstrument som institutet mot betalning förser marknaden med. En kreditvärdering⁹ är ett kreditvärderingsinstituts åsikt om hur troligt det är att ett subjekt kommer att, inom en rimlig tidsgräns, kunna betala sina skulder.¹⁰ Kreditvärderingen är med andra ord ett mått på sannolikheten av att ett företag eller en stat kommer att kunna fullgöra sina förpliktelser. De större kreditvärderingsinstitutet använder liknande betygsskalor, oftast en betygsskala från D ("default") till AAA där D innebär lägst kreditvärdighet och AAA högst. Ett företags kreditbetyg påverkar i regel marknads syn på företaget och kan ofta spela stor roll för möjligheterna att erhålla lån med förmånliga villkor. Institutet är emellertid noga med att

⁸ Se Nästegård, *The Liability of Credit Rating Agencies to Investors*, s 72.

⁹ Synonymt används begreppen "kreditbetyg", "betyg" eller "värdering".

¹⁰ Se Nästegård, *The Liability of Credit Rating Agencies to Investors*, s 64.

poängtera i sina villkor att deras värderingar är en åsikt och inte ett finansiellt råd och att det således inte ska ses som en garanti för ett subjekts kreditvärdighet.¹¹

Fokus för denna utredning är institutens kreditvärderingar av finansiella instrument. En kreditvärdering kan nämligen också avse ett kreditinstruments kvalitet och sannolikhet att falla. Oftast är det en emittent eller ett emissionsinstitut som vänder sig till ett värderingsinstitut för att få ett instrument kreditvärderat. Efter att värderingsinstitutet försett instrumentet med ett kreditbetyg brukar emittenten bjuda ut produkten till marknaden. Ju högre kreditbetyg en finansiell produkt har fått, desto enklare för emittenten är det att saluföra den, då ett värdepapper med högt kreditvärde bland annat anses medföra låg kreditrisk.

2.2 VÄRDERINGSPROCESSEN

Det finns över 100 kreditvärderingsinstitut av varierande storlek i världen, vissa mer specialiserade än andra.¹² Vissa institut använder metoder där betygen till stora delar baseras på analytikernas värderingar med kvalitativa och kvantitativa faktorer som grund. Andra institut har större fokus på kvantitativa metoder grundade på mer mekaniska och statistiska faktorer. Kreditvärderingsmetoderna har dock alla gemensamt att de bygger på sannolikhetsberäkningar. Vad gäller Moody's, S&P och Fitch skiljer sig metoderna inte avsevärt åt.¹³

Värderingsinstitutet genererar främst sina intäkter genom att ta betalt av företag, stater och emittenter vars värdepapper har värderats.¹⁴ Efter att ha stämt av med kunden publicerar institutet kreditbetyget för allmänheten. Vanligast är att värderingsinstitutet endast får betalt om kunden går med på att kreditbetyget offentliggörs för allmänheten.¹⁵

2.3 KREDITBETYGENS ANVÄNDARE

Institutens kunder är primärt företag, stater och emittenter som vill kreditvärdera sina kreditinstrument. Användarna av institutens betyg är dock betydligt fler än den nämnda kundkretsen och kreditbetygen används i flera

11 Detta är också en av anledningarna till varför institutens värderingar länge erhållit grundlagsskydd i USA, se Nagy, Credit Rating Agencies and the First Amendment, s 142.

12 Se Basel-kommitténs arbetsdokument, Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information nr 3 2000.

13 Jfr Verständig SvJT 2014 s 22 f. För en utförligare redogörelse av värderingsprocessen för strukturerade finansiella instrument se t ex SEC, Report to Congress on Assigned Credit Ratings, s 9 ff.

14 Prop 2006/07:5, s 198.

15 SEC, Report to Congress on Assigned Credit Ratings, s 12.

olika sammanhang på kapitalmarknaden. Betygen beaktas av allt från investerare, låntagare och emittenter till internationella organisationer och stater vid finansierings- och investeringsbeslut.¹⁶ Det förekommer även relativt ofta att investerare uttryckligen hänvisar till kreditbetygen i sina investeringsriktlinjer och liknande dokument.¹⁷

Andra användare av kreditvärderingsinstitutens betyg har varit lagstiftare runt om i världen som sedan en lång tid tillbaka använt institutens betyg på ett eller annat sätt i sin lagstiftning.¹⁸ Ett vanligt inslag har varit att låta normer direkt hänvisa till institutens kreditbetyg, inte minst vid implementeringen av Basel-kommitténs andra uppsättning riktlinjer där kreditbetygen användes för att mäta regelverkets kapitaltäckningskrav inom bankindustrin.¹⁹

Den utbredda användningen av institutens betyg av både investerare och lagstiftare har hjälpt till att legitimera institutens ställning. Innan finanskrisen hade institutens betyg av den anledningen en närmast officiell ställning på marknaden.²⁰

3. VÄRDEPAPPERISERING OCH FINANSKRISEN

Det är en utbredd uppfattning att kreditvärderingsinstitutens felaktiga kreditvärderingar och bristande kreditvärderingsprocesser för värdepapperiserade produkter var en viktig faktor bakom finanskrisen 2008. För att förstå regleringen av kreditvärderingsinstitutet måste läsaren därför förstå fenomenet värdepapperisering (eng. ”securitisation”) och vad som hände under finanskrisen. I det följande beskrivs av den anledningen värdepapperiseringsprocessen och institutens kreditvärderingar av de värdepapperiserade produkterna, följt av en kort beskrivning av finanskrisen²¹ och institutens roll i krisen.

3.1 VÄRDEPAPPERISERINGSPROCESSEN

Den så kallade strukturerade finanssektorn (eng. ”structured finance”) tillhör en av de mer innovativa sektorerna på kapitalmarknaden, där bland annat värdepapperisering faller in under. Med värdepapperisering avses den process genom vilket krediter görs mer likvida. Det handlar oftast om relativt homogena krediter med förutsägbara betalningsflöden (t.ex. kreditkortsfordringar eller

16 Hanqvist FT 2010 s 359 f.

17 Coffee, Gatekeepers, s 284.

18 Bai, On Regulating Conflicts of Interest in the Credit Rating Industry, s 254.

19 Se Armour m fl, Principles of Financial Regulation, s 300 och prop 2007/06:5, s 94 ff.

20 Se Verständig SvJT 2014 s 11.

21 För en mer utförlig redogörelse av finanskrisen, se t ex Dewatripont m fl, Balancing the Banks.

bolånekrediter) som sedan omvandlas till nya värdepapper.²² Metoden går ut på att de illikvida tillgångarna (krediterna) överförs till en part som i sin tur finansierar förvärvet genom att emittera omsättningsbara obligationer. Förenklat talas om processen att ”ompaketera” illikvida tillgångar till omsättningsbara finansiella instrument. En obligation som kommer ur värdepapperiseringsprocessen benämns med ett samlingsnamn som en ABS (”asset backed security”). Värdepapperiserade krediter med fastighetslån som underliggande tillgångar benämns ibland som RMBS (”residential mortgage-backed security”). Oftast sätts de strukturerade produkterna ihop av en investmentbank (som här benämns som ”emittenten”).²³ Dessa aktörer uppdrar sedan kreditvärderingen av produkten till ett kreditvärderingsinstitut.²⁴

3.2 SÄRSKILT OM CDO

Strukturerade finansiella instrument kan se väldigt olika ut i sina strukturer och investeringsvillkor. Under de senaste årtiondena har det blivit vanligare att paketera om redan värdepapperiserade krediter såsom ABS:er till nya strukturerade instrument.²⁵ En produkt som särskilt kan nämnas på grund av sin ökända roll i finanskrisen 2008 är den amerikanska så kallade Collateralized Debt Obligation (vidare CDO). En CDO kan exempelvis bestå av flera ABS:er och RMBS:er i ett och samma instrument. CDO-portföljen delas sedan upp i så kallade ”trancher” med olika kreditrisker och prioritetsordningar. Systemet med trancher möjliggör sedan att instrument som CDO:er kan säljas till olika investerare med olika riskaptit.²⁶

3.3 SUBPRIMELÅNEN OCH BETYGSINFLATIONEN

Ompaketering av värdepapperiserade produkter till instrument med trancher behöver inte vara något negativt och det bidrar i allmänhet till större risk-spridning och variation på kapitalmarknaden. Problemet var att de amerikanska CDO:erna i början på 2000-talet i större utsträckning hade börjat fyllas med lågt kreditvärderade värdepapperiserade produkter, ofta RMBS:er bestående av så kallade subprimelån. Ett subprimelån är en bolånekredit för låntagare med låg kreditvärdighet.²⁷

22 Se prop 2000/01:19, s 9.

23 I praktiken är det av investmentbankerna särskilt skapade bolag som emitterar obligationerna ifråga.

24 Se Nättegård, The Liability of Credit Rating Agencies to Investors, s 91 f.

25 Se Nyberg m fl, Oron på de finansiella marknaderna – orsaker och konsekvenser, s 39.

26 Nyberg m fl, Oron på de finansiella marknaderna – orsaker och konsekvenser, s 39.

27 Nättegård, The Liability of Credit Rating Agencies to Investors, s 94.

Kreditvärderingsinstitutet anlitas av emittenterna för att utvärdera CDO:ernas underliggande tillgångar och struktur i syfte att utfärda kreditbetyg. CDO:erna var till sin natur väldigt komplexa och investerarna saknade ofta både tekniska samt analytiska resurser för att helt förstå och värdera deras risker.²⁸ Sålunda förlitade sig marknaden på institutets värderingar och instrumentets kreditbetyg fick en betydelsefull roll.²⁹ Ju svårare och mer ogenomtränglig strukturen på ett instrument var, desto viktigare blev institutets betyg för marknaden.³⁰ I praktiken gällde detta även större investerare som blint hade börjat förlita sig på institutets kreditbetyg.³¹ Problemet var emellertid att CDO:erna kom att betygsättas högre än berättigat och värderingarna var ibland direkt felaktiga.³² De höga kreditbetygen ledde i sin tur till att fler resursstarka institutionella investerare började investera i CDO:er.³³ Med institutets hjälp växte CDO-industrin som snabbt kom att bli en miljardindustri.

Samtidigt som marknaden tillit till institutets värderingar av strukturerade produkter hade ökat, hade en inflation i institutets kreditbetyg uppstått. Trots att CDO:erna till stora delar hade börjat paketeras med lågt kreditvärderade subprimelån, erhöll ungefär 80 procent av CDO-trancherna de allra högsta kreditbetygen. I praktiken kunde en grupp BBB-trancher få AAA-rating när de paketerats om i en CDO.³⁴ Att ha den mängden felvärderat kapital ute på marknaden öppnade upp för risker som senare kom att bli verklighet under finanskrisen.

3.4 FINANSKRISEN

Den amerikanska bolånemarknaden blev finanskrisens katalysator och har i efterhand beskrivits som en tickande bomb.³⁵ En länge blomstrande bostadsmarknad hade resulterat i låga räntor och hög belåningsgrad i samhället. Subprimelånemarknaden hade av olika politisk-makroekonomiska skäl kommit att växa markant och en bostadsbubbla hade på grund av en rad olika faktorer

28 Till detta hör att CDO:erna senare kom att struktureras in i andra CDO:er, så kallade "CDOs squared", se FCIC, The Financial Crisis Inquiry Report, s 132.

29 Nättegård, The Liability of Credit Rating Agencies to Investors, s 44 f.

30 Katz m fl, Credit Rating Agencies, s 3.

31 Nättegård, The Liability of Credit Rating Agencies to Investors, s 95 f.

32 Inflationen i kreditbetygen gällde främst den strukturerade finanssektorn, Coffee, Ratings Reform, s 6.

33 Nättegård, The Liability of Credit Rating Agencies to Investors, s 95.

34 Exakt varför man kunde resonera på detta sätt grundar sig på idén om diversifiering och dess matematiska modell, se FCIC, The Financial Crisis Inquiry Report, s 128 ff.

35 Dewatripont m fl, Balancing the Banks, s 17 f.

vuxit från tidigt 2000-tal.³⁶ I takt med en stagnering av bostadspriserna 2006–2007 och höjda räntor, ökade antalet låntagare som inte kunde betala sina räntor och amorteringar, med följderna att kreditgivarna fick börja skriva av allt större tillgångar.

Som nämnts hade stora delar av bolånekrediterna på marknaden, däribland de riskfyllda subprimelånen, tagits av från kreditgivarnas balansräkningar och värdepapperiserats. År 2001 hade exempelvis 46 procent av subprimelånen värdepapperiserats i USA, medan motsvarande siffra 2006 var 81 procent. De värdepapperiserade bolånen hade i sin tur kommit att bli underliggande tillgångar till CDO:er, som sedan övervärderats av kreditvärderingsinstitutet.³⁷ I efterhand är det lätt att se systemriskerna med denna utveckling. När bostadsmarknadens tillväxt avstannade påverkades nämligen instrumenten kopplade här till. CDO:erna som var ompaketerade instrument fulla med subprimelån visades vara högst korrelerade med bostadsmarknaden. CDO:erna resulterade därför i enorma förluster när antalet personer som inte kunde betala sina räntor och amorteringar ökade.³⁸ Detta blev också katalysatorn till finanskrisen 2008.

3.5 SAMMANFATTNING AV INSTITUTENS ROLL I FINANSKRISEN

Den amerikanska finanskriscommissionen konstaterade att finanskrisen aldrig hade kunnat inträffa utan kreditvärderingsinstitutets inblandning.³⁹ De finansiella instrumenten med koppling till bolånemarknaden hade aldrig kunnat marknadsföras och säljas utan kreditvärderingsinstitutets oberättigat höga kreditbetyg. Skälen är många till varför institutet felaktigt gav de strukturerade produkterna höga AAA-betyg. Exempelvis har det pekats på bristande matematiska modeller och bristfällig konkurrens.⁴⁰ Men det har även påståtts att institutet i praktiken justerade sina modeller i syfte att möta efterfrågan från kunderna på höga betyg.⁴¹ Det sistnämnda hintar även om intressekonflikten som följer av institutets betalningsmodell och som tidigt identifierades som en av huvudanledningarna till varför institutet agerade som de gjorde innan finanskrisen.⁴²

36 Nyberg m fl, Oron på de finansiella marknaderna – orsaker och konsekvenser, s 41 f.

37 Se FCIC, The Financial Crisis Inquiry Report, s 130.

38 Se FCIC, The Financial Crisis Inquiry Report, s 129.

39 FCIC, The Financial Crisis Inquiry Report, s xxv och s 418.

40 Se Katz m fl, Credit Rating Agencies, s 4.

41 Se anekdotiska bevis om denna betygsinflation i Nästegård, The Liability of Credit Rating Agencies to Investors, s 96 f och FCIC, The Financial Crisis Inquiry Report, s XXVII ff.

42 Se t ex Coffee, Ratings Reform, s 2; Katz m fl, Credit Rating Agencies, s 4; FCIC, The Financial Crisis Inquiry Report, s 14 ff.

4. EMITTENTBETALNINGSMODELLENS INTRESSEKONFLIKT

Följande avsnitt fokuserar på intressekonflikten kopplad till institutens betalningsmodell. Kreditvärderingsinstitutens ursprungliga arvodesmodell gick ut på att kreditbetygens användare, främst investerare, löpande betalade för prenumerationer av kreditbetyg sammanställda av instituten.⁴³ På 70-talet bytte de ledande instituten till den så kallade emittentbetalningsmodellen. På marknaden hade en större efterfrågan på kreditvärderingar uppstått och instituten tros därför ha utvecklat emittentbetalningsmodellen.⁴⁴ Den nya betalningsmodellen gick ut på att emittenten av värdepappret var den som betalade för att få instrumentet värderat.⁴⁵ Institutens beroende av emittenterna enligt den nya betalningsmodellen gav emellertid snabbt upphov till kritik på grund av den intressekonflikt som i artikeln behandlas.⁴⁶ Som en belysande jämförelse kan vi tänka oss en restaurang som skulle betala för att få sin mat betygsatt av Michelin-guiden. Betyget hade förstås ifrågasatts.

Som tidigare kort nämnts består intressekonflikten i att både de värderande instituten och de betalande emittenterna har ekonomiska incitament att hålla värderingarna höga. En emittent vill erhålla höga värderingar på sina instrument eftersom det på olika sätt lockar fler investerare, medan institutens skäl att betygsätta instrumenten högt är för att säkra varaktiga affärsrelationer med sina kunder och locka nya kunder.⁴⁷ Däremot finns flertalet andra intressenter på kapitalmarknaden som på olika sätt är beroende av institutens kreditbetyg och vars intresse istället är att så korrekta och exakta kreditvärderingar som möjligt görs. Detta gäller framförallt marknads investerare som delvis grundar sina investeringsbeslut på kreditbetygen. Investerarna är exempelvis de på marknaden som har störst intresse av att en AAA-värderad produkt faktiskt presterar i enlighet med dess AAA-värdering. Den fundamentala problematiken med emittentbetalningsmodellen synes vara den skeva maktfördelning som följer av modellen. Makten placeras till stora delar i emittenternas händer, samtidigt som den ekonomiska risken främst ligger hos aktörerna som investerar i de kreditvärderade produkterna.

I det följande ska emittentbetalningsmodellen närmare diskuteras med särskilt fokus på den strukturerade finanssektorn. Det är inom denna sektor som betalningsmodellens problem tydligast framträtt och texten har därför avgränsats

43 Även kallad user pays- eller subscriber pays-modellen.

44 Se Dyess, Credit Rating Agency Review Board, s 89.

45 Se Coffee, Gatekeepers, s 295 f.

46 Nättegård, The Liability of Credit Rating Agencies to Investors, s 78.

47 SEC, Report to Congress on Assigned Credit Ratings, s 12 f.

därtill. Betalningsmodellen kommer att diskuteras från både emittenternas och institutens perspektiv.

4.1 EMITTENTENS INCITAMENT

Oavsett hur riskfylld produkten är kommer emittenten alltid försöka uppnå en så hög kreditvärdering som möjligt.⁴⁸ Emittenten söker höga värderingar på sina instrument eftersom det lockar fler och ofta köpstarkare investerare. Det var tidigare vanligt att institutionella investerare stod under regler som krävde att de investerade i högt kreditvärderade produkter, mätt enligt institutens betygsskalor. Lika vanligt har det varit att investerare haft egna investeringsriktlinjer som hindrat dem från att investera i lågt kreditvärderade produkter. Till detta kan även tilläggas att låga kreditbetyg vanligtvis är förknippade med höga finansieringskostnader för emittenterna på grund av högre räntor. Sammantaget kan noteras att ett högt kreditbetyg från instituten resulterar i en större efterfrågan på emittentens instrument, samtidigt som det ökar investeringskretsen. Sålunda har emittenterna alltid incitament att försöka uppnå så höga kreditvärderingar som möjligt.

4.2 INSTITUTETS INCITAMENT

Institutens skäl att betygsätta instrumenten högt är för att behålla och locka nya kunder.⁴⁹ Detta framgår tydligt i den strukturerade finanssektorn och gäller framförallt de tre stora kreditvärderingsinstitut. De strukturerade kreditinstrumentens speciella uppbyggnad och komplicerade natur har nämligen lett till att det i princip bara är de större instituten som varit resursstarka nog att analysera instrumenten. Ungefär 96 procent av kreditvärderingarna av strukturerade produkter i USA värderades tidigare av ett eller flera av de tre ledande instituten.⁵⁰

Ett strukturerat instrument (t.ex. en CDO) skapas i regel av en investmentbank. De strukturerade produkternas komplexitet har även lett till att det främst är ett fåtal större investmentbanker som sysselsatt sig med att sätta ihop och ge ut de strukturerade produkterna. Kreditvärderingsinstitutens kundkrets för värderingar av strukturerade produkter har därför i praktiken begränsats till omkring tio investmentbanker.⁵¹ Investmentbankerna återkommer också betydligt oftare som kunder till instituten för värderingar av nya instrument, jämfört med exempelvis ett vanligt företag som önskar kreditvärdera

48 SEC, Report to Congress on Assigned Credit Ratings, s 12 ff.

49 SEC, Report to Congress on Assigned Credit Ratings, s 12 f.

50 SEC, Solicitation of Comment to Assist in Study on Assigned Credit Ratings.

51 Se Coffee, Ratings Reform, s 8 f.

obligationer.⁵² Den begränsade kundkretsen visade sig i efterhand skapa starka incitament för instituten att presentera höga kreditvärderingar i syfte att behålla sina kunder. Efter finanskrisen visade det sig att en betydligt högre andel inadekvata kreditbetyg hade utfärdats för de strukturerade instrumenten jämfört med andra kreditinstrument.⁵³

4.2.1 HÖGA AVGIFTER

Vad som försvårar emittentbetalningsmodellens intressekonflikt i just den strukturerade finanssektorn är att dessa produkter är väldigt lukrativa för instituten att värdera då de kan generera stora intäkter. Exempelvis ökade Moody's nettoinkomst från 159 miljoner USD till 705 miljoner USD mellan åren 2000–2006, vilket till stor del tros ha berott på de höga avgifterna från de strukturerade instrumenten.⁵⁴ Innan finanskrisen kunde arvoden variera mellan 250 000 och 500 000 USD per värderingsuppdrag.⁵⁵ Vikten av att behålla en arrangör av dessa produkter som kund var av förståeliga skäl betydande för instituten. Att dessa investmentbanker fick ett inflytande över värderingsprocessen är därför kanske inte helt otänkbart.

4.3 RATING SHOPPING

Fenomenet "rating shopping" kan också nämnas i sammanhanget. Som tidigare nämnts fungerar kreditvärderingsmarknaden så att kunden vanligtvis bara betalar instituten om kunden godkännt ett offentligtgörande av kreditbetyget ifråga. Detta system har möjliggjort för så kallad "rating shopping", vilket innebär att en emittent först uppdrar flera institut att värdera en finansiell produkt. När värderingsinstitutet presenterar sina preliminära värderingsförslag till emittenten väljer emittenten därefter det institut som presenterat det högsta kreditbetyget, alternativt "hotar" om att välja ett annat institut i utbyte mot ett högre kreditbetyg.⁵⁶ I ljuset av den begränsade kundkretsen och de höga intäkterna som instituten kan få ut inom den strukturerade finanssektorn, kan nyssnämnda "hot" rimligen bli väldigt effektiva. Utan förhandlingsmakten som kunderna erhållit till följd av emittentbetalningsmodellen, hade "rating shopping" troligen inte existerat. Som ska diskuteras i nästa avsnitt tycks lagstiftaren

52 SEC, Report to Congress on Assigned Credit Ratings, s 12 f.

53 Nättegård, The Liability of Credit Rating Agencies to Investors, s 44, vidare om korrelationsstudier, s 83. För exakta siffror, se Coffee, Ratings Reform, s 12 ff.

54 Se McLean, "The dangers of investing in subprime debt", CNN Money, 19 mars 2007.

55 FCIC, The Financial Crisis Inquiry Report, s 131 ff.

56 Nättegård, The Liability of Credit Rating Agencies to Investors, s 79 med hänvisningar till "hearings" inför den amerikanska kongressen.

heller inte ha hittat någon effektiv metod att tackla varken ”rating shopping” eller övriga intressekonflikter kopplade till emittentbetalningsmodellen.

5. POST-KRISREGLERINGEN

I både USA och EU saknades det länge en central reglering av kreditvärderingsinstituten och istället reglerade kreditvärderingsmarknaden sig själv. Paraplyorganisationen för tillsyn av värdepappersmarknaden, IOSCO, hade i början på 2000-talet utfärdat två beteendekoder med principer som instituten rekommenderades att följa på en så kallad ”följa eller förklara”-basis.⁵⁷

Det är en vanlig politisk reaktion att efter en finansiell kris införa hårdare regleringar och sanktioner.⁵⁸ De så kallade post-krisregleringarna syftar ofta till att i krisens efterdyningar återfå marknadens förtroende och motverka nya kriser.⁵⁹ Så var också fallet efter finanskrisen 2008 med flertalet regelverk från EU vars syfte var att harmonisera och stärka finansmarknaden.⁶⁰ Det var också mot den här bakgrunden som regelverket för kreditvärderingsmarknaden togs fram. I följande avsnitt kommer läsaren att kort introduceras till det unionsrättsliga regelverket på kreditvärderingsmarknaden som antogs efter finanskrisen 2008, med fokus på regleringen av institutens intressekonflikter.

5.1 DODD-FRANK ACT

Innan den nya EU-regleringen behandlas ska den amerikanska motsvarigheten kort nämnas. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (vidare Dodd-Frank Act) infördes i juli 2010 som en reaktion på finanskrisen och där den amerikanska lagstiftaren belyste institutens systemviktiga karaktär. Det betonades att instituten är kommersiella företag som bör övervakas i likhet med andra kommersiella aktörer som revisorer, värdepappersanalytiker och investmentbanker.⁶¹ Bland annat infördes högre krav på transparens för instituten. Gällande institutens intressekonflikter infördes organisatoriska krav, rapporteringsskyldigheter och andra operativa krav för att stärka

57 Nättegård, *The Liability of Credit Rating Agencies to Investors*, s 273.

58 Se Armour m fl, *Principles of Financial Regulation*, s 93; Sjöberg JT 2014/15 s 715 not 20. En annan tendens är överreglering, se Söderström, *Kapitalmarknadsrätt*, s 37 f.

59 Se Enriques, Zetsche, Quack *Corporate Governance, Round III? Bank Board Regulation Under the New European Capital Requirement Directive*, s 212 och 241 f. Huruvida post-krisregleringar alltid blir effektiva är diskutabelt. Se även Dewatripont m fl, *Balancing the Banks*, s 8.

60 Se t ex Report of the High level group on financial supervision in the EU, ledd av Jacques de Larosiere.

61 Se sektion 931(1)–(3) Dodd-Frank Act.

institutens oberoende.⁶² Intressekonflikten som följer av emittentbetalningsmodellen adresserades aldrig direkt.

5.2 TRE EU-FÖRORDNINGAR

Från att ha varit en närmast oreglerad bransch, antogs förordning nr 1060/2009 (CRA III)⁶³ för att bemöta många av de problem som pekats ut inom kreditvärderingsindustrin efter finanskrisen. Genom förordningen infördes ett registreringssystem inom EU för kreditvärderingsinstitut som innebar att instituten var tvungna att uppfylla vissa kvalitets-, självständighets- och transparenskrav för att få verka på marknaden.⁶⁴ Förordningen genomgick därefter två viktiga ändringar. Först kom förordning nr 513/2011⁶⁵ som gjorde EU-myndigheten European Securities and Markets Authority (ESMA) till exklusiv tillsynsmyndighet för registrerade kreditvärderingsinstitut. Den andra viktiga ändringen följde av förordning nr 462/2013⁶⁶ som bland annat syftade till att minska den överdrivna tilliten till institutens kreditbetyg, öka kvaliteten på kreditvärderingar av medlemsstaters statspapper, minska intressekonflikterna följt av emittentbetalningsmodellen och öka konkurrensen på kreditvärderingsmarknaden.⁶⁷

En hantering av kreditvärderingsinstitutens intressekonflikter hade länge efterlysts inom EU. Som nedan kommer att beskrivas har EU-lagstifaren försökt adressera vissa utvalda intressekonflikter kopplade till kreditvärderingsinstitutet.

5.2.1 HANTERINGEN AV INTRESSEKONFLIKTER

Enligt CRA III art. 6 ska instituten vidta alla nödvändiga åtgärder för att säkerställa att utfärdandet av kreditbetyg eller kreditutsikter inte påverkas av några faktiskt förekommande eller möjliga intressekonflikter eller av någon affärs-

62 Se sektion 932(3) Dodd-Frank Act, särskilt sektion 932(t). Även sektion 15e(t) i US Securities Exchange Act of 1934.

63 Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 1060/2009 av den 16 september 2009 om kreditvärderingsinstitut. Notera att när hänvisningar görs till vad som benämns som CRA III görs det till den slutliga konsoliderade versionen av förordning nr 1060/2009 (inklusive ändringsförordningarna). Hittas på <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/?qid=1580143991540&uri=CELEX:02009R1060-20190101>.

64 Se art 2, CRA III. Jfr amerikansk motsvarighet, sektion 15E i US Securities Exchange Act of 1934.

65 Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 513/2011 av den 11 maj 2011 om ändring av förordning (EG) nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut.

66 Europaparlamentet och rådets förordning (EU) nr 462/2013 av den 21 maj 2013 om ändring av förordning (EG) nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut.

67 Se bl a skäl 6–11 och 39, förordning nr 462/2013.

relation för institutet, dess aktieägare, ledning, analytiker, anställda eller andra fysiska personer knutna via uppdragstagare till institutet. För att instituten ska kunna säkerställa sitt oberoende och undvika intressekonflikter har särskilda krav ställts upp i en till förordning nr 462/2013 tillkommande bilaga (se avsnitt A och B i bilaga 1). I bilagan ställs bland annat organisatoriska krav på kreditvärderingsinstitutens styrelser och operativa krav på exempelvis rapporteringsskyldigheter för anställda. Det finns även ett antal explicita förbud mot vissa intressekonflikter. De explicita förbuden gäller vissa typer av verksamheter som lagstiftaren ansett vara förknippade med större risker. Ett institut får exempelvis inte tillhandahålla konsult- eller rådgivningstjänster till kreditvärderade kunder i fråga om deras företagsstruktur, juridiska struktur, tillgångar eller skulder.

5.2.2 EMITTENTBETALNINGSMODELLEN BESTÅR

Emittentbetalningsmodellen och dess intressekonflikt identifierades tidigt av EU som en betydande faktor bakom institutens roll i finanskrisen.⁶⁸ EU-lagstiftaren valde dock att lämna betalningsmodellen orörd i det nya regelverket. Istället valde lagstiftaren att hantera modellens intressekonflikt genom att hänvisa till de ökade operativa och organisatoriska kraven på institutens oberoende och transparens som ovan beskrivits. Genom de högre ställda kraven på instituten avsåg lagstiftaren kunna öka tillförlitligheten till kreditbetyg som utfärdats under betalningsmodellen.⁶⁹ På så vis skulle investerarna försäkras om kreditbetygens kvalitet. I det nya regelverket har lagstiftaren alltså försökt komma tillrätta med emittentbetalningsmodellens problem genom att ställa högre krav på instituten och inte genom att förbjuda själva betalningsmodellen. Med andra ord har lagstiftarens rättsliga hantering av intressekonflikten tagit sikte på konfliktens symptom snarare än konfliktens kärna.⁷⁰

5.3 AVSLUTANDE TANKAR OM POST-KRISREGLERINGEN

Det finns fördelar med dagens reglering som syftar till att förbjuda särskilt riskfylld verksamhet och låta instituten själva hantera intressekonflikter. Det är smidigt att övervältra ansvaret på instituten för att hantera sina egna intressekonflikter, parallellt med övervakning från ESMA och de nationella tillsynsmyndigheterna. Fördelen är att det inte försvårar ett redan komplicerat system med ytterligare byråkrati och kostnader.

⁶⁸ Report of the High Level Group on financial supervision in the EU, ledd av Jacques de Larosiere, s 9.

⁶⁹ Se skäl 10, förordning nr 462/2013.

⁷⁰ Se Darbellay & Partnoy, Credit Rating Agencies and Regulatory Reform, s 15.

Samtidigt kan eventuella problem med dagens reglering diskuteras. Ansvaret ligger till stora delar idag på instituten att hantera sina egna intressekonflikter. Samtidigt är det just instituten som historiskt sett lockats av andra intressen såsom kortsiktiga vinster, istället för att presentera adekvata kreditvärderingar till marknaden. Det kan även ifrågasättas varför lagstiftaren inte valde att tydligare hantera betalningsmodellens intressekonflikt. Nyligen presenterade uppgifter tyder även på att post-krisregleringarna i USA och EU inte lyckats lösa många av kreditvärderingindustrins problem.⁷¹ Mot den bakgrunden kan det argumenteras för att den ovan beskrivna EU-regleringen inte varit tillräckligt sträng. En viktig anledning till institutens tidigare misslyckanden att presentera adekvata kreditvärderingar har varit den intressekonflikt som följer av emittentbetalningsmodellen, och förslagsvis bör också botemedlet mot dessa misslyckanden vara att ta itu med denna intressekonflikt.⁷²

En intressant lösning på intressekonflikten presenterades i samband med diskussionerna av amerikanska Dodd-Frank Act. Som ska visas tycks många av de problem som tidigare diskuterats i samband med emittentbetalningsmodellen kunna avhjälpas med detta lösningsförslag. Resterande del av undersökningen ska därför ägnas åt detta förslag och möjligheterna till att implementera förslaget.

6. EN UPPDRAGSFÖRMEDLANDE STYRELSE

Senatorerna Al Franken och Roger Wicker föreslog i samband med införandet av Dodd-Frank Act en lösning på emittentbetalningsmodellens intressekonflikt.⁷³ Förslaget byggde på den enkla idén om en styrelse, så kallad Credit Rating Agency Review Board, organiserad under tillsynsmyndigheten United States Securities and Exchange Commission (SEC). Styrelsen skulle fungera som en oberoende agent som förmedlar kreditvärderingsuppdrag från emittenter till kreditvärderingsinstitut. Istället för att låta emittenterna själva uppdraga instituten att värdera deras produkter, skulle emittenterna behöva vända sig till styrelsen för att få sina uppdrag förmedlade till ett institut. Syftet med styrelsen skulle alltså vara att verka som en oberoende mellanhand mellan institut och emittent för att på så sätt eliminera den intressekonflikt som följer av betalningsmodellen. Franken och Wicker menade att detta var det enda

71 Se FIMSAC, Discussion document: Alternate Model and Other Potential Initiatives och Wiltermuth, "Bipartisan push emerges for SEC to again scrutinize 'rate shopping' conflicts in bond market", Market Watch, 10 februari 2020; Rivlin & Soroushian, "Credit Rating Agency Reform is Incomplete", Brookings, 6 mars 2017 (mer härom nedan).

72 Jfr Lardner & Rusch, The Rating Agencies and the Franken Amendment, s 2.

73 Se Franken & Wickers kommentar till förslaget. Hittas på SEC:s hemsida: <https://www.sec.gov/comments/4-629/4629-28.pdf> (File Number: 4-629).

tänkbara sättet att komma åt kärnan i kreditvärderingsmarknadens viktigaste intressekonflikt.⁷⁴ Vårt att notera är att Franken-Wicker-förslagets styrelse endast var tänkt att förmedla uppdrag inom den strukturerade finanssektorn eftersom det var där intressekonflikten framträtt som tydligast (se avsnitt 4).

Förslaget mottogs positivt av majoriteten i den amerikanska senaten och kongressen. Förslaget kom dock att urvattnas på grund av de många outredda frågor som ansågs föreligga.⁷⁵ Detta resulterade i slutändan i en bestämmelse i Dodd-Frank Act som uppmanade SEC att utföra en studie om huruvida man bör gå vidare med en styrelse enligt Franken-Wicker-förslaget.⁷⁶ Efter studiens utförande var SEC bemyndigad att införa en styrelse eller annan lämplig åtgärd för att skydda investerarna och det allmänna.

Bland de 47 studier och 74 rapporter som skulle genomföras till följd av Dodd-Frank Act genomfördes också denna studie.⁷⁷ I sin studie presenterade SEC främst två förslag på hur emittentbetalningsmodellens intressekonflikt kunde mildras, varav den ena i enlighet med Franken-Wicker-förslaget.⁷⁸ I studien rekommenderades som nästa steg ett rundabordssamtal med berörda intressenter gällande studiens resultat. I maj 2013 hölls samtalet där styrelseförslaget fick positiv respons, men några större åtgärder av SEC vidtogs aldrig därefter.⁷⁹ Det saknas en förklaring härtill.⁸⁰ I februari 2020 skrev senator Wicker till SEC:s ordförande och ifrågasatte varför fler åtgärder inte presenterats för att komma till rätta med institutens intressekonflikt.⁸¹ Till följd av detta kom en styrelse likt Franken-Wicker-förslaget återigen upp på

74 För andra lösningsförslag på emittentbetalningsmodellens intressekonflikt, se t ex förslaget om ett investerarägt självständigt kreditvärderingsinstitut, Grundfest, Hochenberg, Investor Owned and Controlled Rating Agencies. Ytterligare lösningsförslag, se bl a Dyess, Credit Rating Agency Review Board, s 92 f.

75 Till detta hör att förslaget även väckte stort motstånd hos kreditvärderingsinstitutet, Dyess, Credit Rating Agency Review Board, s 82.

76 Se sektion 939F Dodd-Frank Act. Se även Dyess, Credit Rating Agency Review Board, s 91; Herszenhorn, House-senate Talks Drop New Credit-Rating Rules, The New York Times, 15 juni 2010.

77 Se SEC, Report to Congress on Assigned Credit Ratings, härom Hirsh, "Al Franken Gets Serious", News week, 7 maj 2010.

78 Det andra förslaget skulle förbättra möjligheterna för institutet att utfärda så kallade "unsolicited ratings".

79 Press Release, Sens. Wicker, "Franken Push SEC to implement Credit Rating Industry Reform", Wicker Senate.gov, 24 juli 2013. Några enklare krav på compliance m m och något bättre förutsättningar för att utfärda kreditbetyg på institutens egna initiativ infördes.

80 Rivlin & Soroushian, "Credit Rating Agency Reform is Incomplete", Brookings, 6 mars 2017.

81 Wickers brev från februari 2020, https://s.wsj.net/public/resources/documents/Senate%20SEC%20letter%202-3-2020.pdf?mod=article_inline.

tillsynsmyndighetens agenda, men även denna gång kom SEC inte med några förslag på strukturella förändringar av kreditvärderingsmarknaden.⁸²

6.1 UTGÅNGSPUNKTER FÖR DISKUSSIONEN

Trots de nya reglerna som antagits efter finanskrisen tycks det fortfarande råda viss oro kring intressekonflikterna som kvarstår på kreditvärderingsmarknaden.⁸³ Samtidigt har tecken börjat visas på en ny inflation i kreditbetygen för de strukturerade finansiella instrumenten, vilket tyder på att post-krisregleringarna haft måttlig framgång.⁸⁴ Mot den bakgrunden finns det anledning att, med utgångspunkt i Franken-Wicker-förslaget, diskutera hur en statlig uppdragsförmedlande styrelse kan utformas och vilken eventuell positiv inverkan en sådan styrelsen kan få på kreditvärderingsmarknaden.

Exakt hur en oberoende uppdragsförmedlande styrelse ska se ut är öppet för diskussion. Någon djupgående akademisk analys har tidigare inte genomförts.⁸⁵ Outredda frågor kring styrelsen är exempelvis hur institutens ersättning ska bestämmas, jävsfrågor och själva förmedlingsprocessen. Samtidigt kom Franken-Wicker-förslaget med vissa mer konkreta förslag gällande styrelsen, exempelvis att den bör bestå av ett ojämnt medlemsantal och att styrelsens uppdrag borde begränsas till den strukturerade finanssektorn.⁸⁶ Styrelsens verksamhet skulle således inte påverka värderingsprocessen för stats- och företagsobligationer. Franken-Wicker-förslaget betonade även vikten av att betygen som utfärdas via styrelsens förmedlingsprocess inte under några omständigheter får erhålla en ”godkänd”-stämpel bara för att styrelsen arbetar under en statlig tillsynsmyndighet. Ansvaret måste fortfarande ligga hos kreditvärderingsinstitutet.⁸⁷ I slutändan kommer det att hamna på lagstiftaren att utforma ändamålsenliga och detaljerade regler för styrelsens verksamhet. Kommande avsnitt kommer att diskutera styrelsesystemet och de outredda frågorna kopplade till styrelsen.

6.2 FÖRSLAGET PÅ EU-NIVÅ

Förslaget om en uppdragsförmedlande styrelse har fått lite uppmärksamhet på EU-nivå. Mig veterligen diskuterades idén bara vid ett par tillfällen i samband

82 Se FIMSAC, *Recommendations Regarding Ways to Mitigate Conflicts of Interest in Credit Ratings*, 1 June 2020.

83 FIMSAC, *Discussion document: Alternate Model and Other Potential Initiatives*, s. 2.

84 Wickers brev från februari 2020, https://s.wsj.net/public/resources/documents/Senate%20SEC%20letter%202-3-2020.pdf?mod=article_inline.

85 Främst Dyess i artikeln *Credit Rating Agency Review Board* och kortfattat i Coffee's artikel *Ratings Reform*.

86 Se Franken & Wickers kommentar till Franken-Wicker-förslaget, s. 4.

87 Se Franken & Wickers kommentar till Franken-Wicker-förslaget, s. 3 f.

med den andra ändringen av förordning nr 1060/2009. Idén om en styrelse kritiserades för att leda till en mindre effektiv kreditvärderingsmarknad.⁸⁸ Enligt kommissionen skulle ett styrelsesystem leda till att kreditvärderingsinstitutet förlorar incitament att maximera sina prestationer och konkurrera på grunderna av pris och kvalitet. Vidare menade kommissionen att det skulle bli svårt att finna rätt kriterier för hur uppdragen skulle delas ut till de enskilda kreditvärderingsinstitutet. Idén avfärdades slutligen och det konstaterades att institutens intressekonflikter i samband med emittentbetalningsmodellen var hanterbara med mindre ingripande åtgärder.⁸⁹

6.3 PROBLEMET MED EMITTENTBETALNINGSMODELLEN

För att underlätta diskussionen kan här påminnas om de resonemang som fördes under avsnitt 4 om emittentbetalningsmodellens grundproblematik, särskilt gällande den strukturerade finanssektorn. Det grundläggande problemet med betalningsmodellen tycks vara dess maktfördelning och att makten till stora delar ligger hos ett få antal emittenter inom den strukturerade finanssektorn, samtidigt som den ekonomiska risken främst ligger hos aktörerna som investerar i de kreditvärderade instrumenten. Investeringarna är kreditbetygens ”slutkunder” och de aktörer som troligtvis är mest beroende av pålitliga kreditbetyg. Därför är det också olyckligt att investeringarna inte besitter den makt som kunder vanligtvis har och istället är beroende av emittenternas och institutets lojala mellanhavanden. Emittenterna och institutet drivs som tidigare visat, till följd av emittentbetalningsmodellens intressekonflikt, av andra intressen än att upprätthålla kreditbetygens exakthet och kvalitet (se särskilt avsnitt 4.1 och 4.2). Som ska visas i det följande adresserar en uppdragsförmedlande styrelse denna grundproblematik genom att kasta om maktbalansen, samtidigt som institutet får incitament att vara investeringarna till lags.

6.4 STYRELSENS ”BRANDVÄGGSFUNKTION”

Genom styrelsens existens på marknaden kommer en sorts ”brandvägg” uppstå mellan institutet och emittenterna. Brandväggen syftar till att eliminera emittentbetalningsmodellens intressekonflikt. Istället för att gå direkt till ett institut med ett värderingsuppdrag, måste emittenten ansöka om att få sin produkt värderad via styrelsen som väljer ut och uppdrar ett institut att värdera emittentens produkt.⁹⁰ Samtidigt är emittenten fortfarande den som betalar för värderingsuppdraget. Styrelsesystemet kommer att hindra emittenterna från att påverka institutets värderingar då direkt förhandling om pris mellan emittenterna och institutet inte kommer att förekomma. Emittenterna

⁸⁸ Se SEC(2011) 1354 final, s 50 f.

⁸⁹ Se SEC(2011) 1355 final, s 6 f.

⁹⁰ Jfr även Dyess, Credit Rating Agency Review Board, s 108 ff.

kommer även sakna makt att påverka vilket kreditvärderingsinstitut som ska värdera deras finansiella instrument, således motverkas också fenomenet ”rating shopping”.

Det bör betonas att styrelsens uppgift endast är att förmedla värderingsuppgiften och inte att utföra kreditvärderingarna. Jämför exempelvis om en myndighet bestående av statligt anställda ledamöter skulle utföra själva kreditvärderingarna. Ett liknande förslag var uppe för diskussion där EU-lagstiftaren föreslog att den Europeiska Centralbanken skulle utföra kreditvärderingar på den europeiska kapitalmarknaden.⁹¹ Först och främst skulle betygen från ett sådant ”statligt kreditvärderingsinstitut” riskera att få en garantiliknande stämpel eftersom betyget presenterats av en myndighet. Detta skulle vara svårt att förena med lagstiftarens mål att minska marknads tilltro till kreditbetygen.⁹² Ett statligt kreditvärderingsinstitut, oavsett om det är på EU-nivå eller medlemsstatsnivå, skulle nödvändigtvis heller inte vara fri från intressekonflikter. En potentiell intressekonflikt skulle exempelvis kunna uppstå i fall det statliga institutet uppdras att kreditvärdera en systemviktig bank, ett lands statsobligationer eller ett företag som spelar en central roll för ett visst lands ekonomi. Den statliga övervakningen av ett statligt kreditvärderingsinstitut skulle också kunna ifrågasättas. I dessa avseenden finns det tydliga fördelar med Franken-Wicker-förslaget som begränsar styrelsen till att enbart ha en uppdragsförmedlande funktion och att inte ha några statligt anställda ledamöter (vidare nedan).

6.5 STYRELSENS UPPBYGGNAD – INVESTERARMAJORITET

Enligt Franken-Wicker-förslaget ska styrelsen bestå av investerare, representanter från kreditvärderingsinstituten, emittenter, arrangörer av strukturerade finansiella instrument och minst en oberoende part.⁹³ Investerarna ska äga majoritet i styrelsen. Skälet till varför styrelsen ska se ut på det här sättet formulerades aldrig i förslaget, men en trolig anledning är för att samtliga parter åsikter och perspektiv ska komma att representeras i den förmedlande styrelsen. Både emittenterna och instituten får en röst i styrelsen, vilket förstås är fördelaktigt då de besitter expertis på området. Samtidigt förskjuts den avgörande makten till investerarna genom deras styrelsemajoritet. Maktförflyttningen till investerarkollektivet hjälper till att förverkliga styrelsesystemets syfte att bemöta emittentbetalningsmodellens

91 Se European Commission, Public Consultation on Credit Rating Agencies (05.11.2010), s 19 ff; Finansdepartementets svar Dnr: Fi2010/5121.

92 Se bl a skäl 9, förordning nr 462/2013.

93 Se Franken & Wickers kommentar till Franken-Wicker-förslaget, s 3. Vad som är en ”oberoende” part kan diskuteras, se Dyess, Credit Rating Agency Review Board, s 98 f.

intressekonflikt. Investerarna är som nämnts de primära användarna av kreditvärderingarna och de aktörer som har störst intresse av att kreditvärderingarna utförs av bäst lämpade institut.

Vilka som ska kategoriseras in under respektive grupp ledamöter är dock ingen självklarhet. Eftersom alla marknadens emittenter, institut och investerare rimligen inte kommer att få plats i en styrelse, måste något typ av valsystem bestämmas. En viktig fråga är exempelvis vem som ska betraktas som investerare. Någon definition av "investerare" finns varken i Franken-Wicker-förslaget eller i CRA III.⁹⁴ Det vore inte rättvist att bara exempelvis låta de större institutionella investerarna representeras i styrelsen. Det måste göras ett väl avvägt urval för att finna en så bred och rättvis representation som möjligt. Praktiskt vore att försöka hitta representanter från flera av de större och mest aktiva investerarsegmenten, samtidigt som hänsyn tas till mindre investerare. Det kan förslagsvis ske genom att en uppdelning görs utifrån omsättning och intressen, med allt ifrån pensionsfonder till de mer konsumentinriktade investeringsfonder, för att därefter upprätta ett rotationssystem inom styrelsen för ledamöterna från de olika investerarna på marknaden.

6.6 FÖRMEDLINGSPROCESSEN

Styrelsen ska förmedla värderingsuppdrag till kreditvärderingsinstitutet. För att bli en del av styrelsens urval föreslogs att institutet skulle behöva bli godkända som "kvalificerade" institut genom att påvisa viss teknisk kapacitet och uppfylla vissa objektiva kriterier.⁹⁵ Först när ett institut kvalificerats skulle det ges rätt att delta i processen.⁹⁶ Styrelsen bör därefter årligen utvärdera de kvalificerade kreditvärderingsinstitutet för att se till att de når upp till vissa minimikrav.

Någonting som bör diskuteras är styrelsens förmedlingsprocess för kreditvärderingsuppdragen. Någon exakt metod formulerades aldrig i Franken-Wicker-förslaget. Tanken tycks ha varit att förmedlingsprocessen inte skulle vara direkt slumpmässig, utan att styrelsen skulle grunda sin förmedling på kreditvärderingsinstitutets kapacitet, expertis och "track record".⁹⁷ Styrelsen ska exempelvis inte förmedla ett stort komplext värderingsuppdrag av en speciell strukturerad finansiell produkt till ett nytt mindre kreditvärderingsinstitut.

94 Närmast är definitionen av "finansinstitut" som många aktörer inom investerarsegmentet faller in under, se art 5a läst mot art 4.1, CRA III.

95 Jfr SEC, Report to Congress on Assigned Credit Ratings, s 29n.

96 Se Franken & Wickers kommentar till Franken-Wicker-förslaget, s 3.

97 Se Franken & Wickers kommentar till Franken-Wicker-förslaget, s 3.

Det mindre institutet skulle antagligen sakna både kapacitet och expertis för uppdraget.

6.6.1 ETT PRESTATIONSBASERAT FÖRMEDELINGSSYSTEM

En av faktorerna styrelsen ska grunda sin förmedling på är institutens ”track record”, vilket innebär att förmedlingsbesluten ska baseras på precisionen i institutens kreditvärderingar över tid. De institut som visar sig ha en hög precisionsgrad i sina betyg ska erhålla fler och mer lukrativa uppdrag från styrelsen, medan ett institut med sämre ”track record” kommer att få färre uppdrag och i extrema fall förlora sin status som ett ”kvalificerat” kreditvärderingsinstitut.⁹⁸ Huvudsaken är att kreditvärderingsmetoder med hög precision premieras av förmedlingssystemet för att skapa incitament för kreditvärderingsinstituterna att utveckla och upprätthålla kreditvärderingsmetoder av hög kvalitet. Ett prestationsbaserat förmedlingssystem är sålunda tänkt att gynna kvaliteten på kreditvärderingsmarknaden.

Exakt hur styrelsen ska avgöra kreditvärderingarnas kvalitet och precisionsgrad är förenat med vissa svårigheter.⁹⁹ Om styrelsen ska förse marknaden med ett system som premierar kvalitet är det också viktigt att det görs med tydliga kriterier. Det har hävdats att det inte är möjligt att mäta huruvida kreditvärderingar är adekvata eller inadekvata på grund av värderingarnas karaktär som sannolikhetsbedömningar, särskilt eftersom värderingarna kan påverkas av oförutsägbara händelser.¹⁰⁰ Moody’s påpekade exempelvis i samband med SEC:s studie av styrelsesystemet att värderingsmetoderna skiljer sig åt mellan instituten och att metoderna därför inte går att jämföra med varandra på ett tillfredställande sätt.¹⁰¹

Alla ser dock inte samma problem med att mäta och jämföra institutens prestationer, varken inbördes eller separat. Det har presenterats flera förslag på hur förmedlingsprocessen skulle kunna utformas baserat på objektiva kriterier för kreditbetygens exakthet och precision över tid. Till de förslag som utmärker sig hör Coffees förslag om att låta styrelsen definiera olika begrepp relaterade till institutens kreditvärderingar (såsom ”default” och ”impaired”), för att därefter jämföra precisionen i värderingarna av olika instrument över en femårsperiod mot de förbestämda definitionerna.¹⁰² Institut som bättre förutsäger en ”default” hos en produkt och alltså värderar mer exakt, bör gynnas

98 Jfr Lardner & Rusch, *The Rating Agencies and the Franken Amendment*, s 3.

99 Se SEC, *Report to Congress on Assigned Credit Ratings*, s 52.

100 Se SEC, *Report to Congress on Assigned Credit Ratings*, s 52.

101 Se SEC, *Report to Congress on Assigned Credit Ratings*, s 52.

102 Se Coffees förslag i Franken & Wickers kommentar till Franken-Wicker-förslaget, s 8.

genom en ökad sannolikhet att tillskrivas framtida uppdrag från styrelsen.¹⁰³ Med andra ord handlar det om att ta hänsyn till hur ofta instituten haft rätt eller fel över en bestämd tidsperiod.

Kritiken om att kreditvärderingars karaktär som sannolikhetsbedömningar skulle hindra dem från att vara mätbara torde rimligen inte bli relevant vid mätningar av ett större antal värderingar. Ju fler kreditvärderingar som styrelsen samlar in, desto tydligare torde de olika institutens värderingsprecision kunna utkristalliseras. Detsamma gäller för Moody's kritik om att värderingsmetoderna inte skulle vara jämförbara.

Vikten av att det inte får uppstå en situation där styrelsesystemet i princip förser instituten med kreditvärderingsmetoder bör dock noteras. Det ska fortfarande vara upp till varje enskilt institut att utveckla sina värderingsmetoder. Branschens aktörer tycks därför vara överens om att styrelsen endast bör mäta och utvärdera resultaten av institutens prestationer, baserat på ett mindre antal centrala grunder såsom mängden "defaults".¹⁰⁴ Huvudsaken är att värderingarnas exakthet och precision premieras i syfte att skapa finansiella incitament för instituten att utveckla och upprätthålla värderingsmetoder av hög kvalitet.

6.6.2 DET PRESTATIONSBASERADE FÖRMEDLINGSSYSTEMET OCH NYA INSTITUT

Det finns ett problem med att grunda förmedlingsprocessen på institutens värderingsprecision. För att kunna skapa ett pålitligt "track record" måste ett institut kunna påvisa ett större antal kreditvärderingar över en längre tidsperiod. Utgår man bara från erfarenhet och felfria "track records" kommer de redan höga inträdesbarriärerna på kreditvärderingsmarknaden bli ännu högre. För nya kreditvärderingsinstitut kommer det alltid vara svårt att visa på ett gott "track record".

En enkel lösning på problemet vore att förmedla värderingsuppdrag till de yngre kreditvärderingsinstitut, trots deras eventuellt tunna "track record". Således skulle dessa institut få chansen att erhålla erfarenhet och bygga sitt "track record". Det skulle samtidigt undvikas ett läge där de större institutens redan stora marknadsandelar förstärktes. Häremot talar att värderingar av vissa typer av finansiella instrument kan vara för komplicerade för de yngre värderingsinstitut att värdera. De nya instituten besitter kanske inte alltid den

¹⁰³ I syfte att motverka "moral hazard" är det dock viktigt att instituten fortfarande inte vet i förväg vilka uppdrag som de kommer att tillskrivas, jfr Dyess, Credit Rating Agency Review Board, s 103.

¹⁰⁴ Dyess, Credit Rating Agency Review Board, s 103.

specifika kompetensen eller resurserna för att värdera vissa komplexa instrument. Varken emittenterna eller investerarna ska behöva lida av att ett mindre erfaret institut värderar alltför komplexa instrument.

Hur dilemmat ska lösas för att göra ett prestationsbaserat system rättvist är, som visats, inte självklart. En lösning vore att styrelsen uppdrar två institut att värdera komplicerade instrument som yngre institut generellt sett saknar erfarenhet av att värdera. Först uppdra huvuduppdraget till ett erfaret institut, exempelvis S&P och sedan ”övningsuppdraget” av samma produkt till ett yngre institut. På så vis kan de yngre instituten få möjlighet att öva på att värdera komplicerade produkter och styrelsen kan samtidigt samla in data till institutens ”track record”. Nackdelen är förstås att kostnaden för uppdraget skulle bli dubbelt så högt. Det har föreslagits att finansieringen av ”övningsuppdraget” skulle kunna göras med hjälp av en extra skatt på kreditvärderingsinstitutet.¹⁰⁵ Även om det kommer att ta tid innan de mindre erfarna instituten kan börja konkurrera med de större instituten, vore detta kanske en rimlig lösning. Det tillåter styrelsen att tillämpa ett prestationsbaserat förmedlingssystem från början utan att föra med sig orättvisa fördelar till de större instituten.

6.7 AVGIFTERNAS STORLEK

För tydlighetens skull bör påpekas att det fortfarande är emittenterna som ska betala för värderingarna. En fråga som dock ställdes i samband med Franken-Wicker-förslaget var hur kreditvärderingsinstitutens arvoden skulle bestämmas. Det diskuterades om det fanns en risk för att instituten skulle börja ta ut högre avgifter än motiverat under ett förmedlingssystem eller om marknadskrafterna skulle hålla avgifterna på en rimlig nivå.¹⁰⁶ SEC:s studie betonade vikten av styrelsens passivitet angående avgifterna. Vidare tycktes marknadens aktörer äga tilltro till marknadskrafterna.¹⁰⁷

6.8 INVERKAN PÅ KONKURRENSEN

Att förbättra konkurrensen på kreditvärderingsmarknaden var en central fråga i både amerikansk och EU:s post-krisreglering i syfte att bidra med nya perspektiv och metoder till marknaden samt att öka kreditbetygens kvalitet.¹⁰⁸ Konkurrensen på marknaden har länge varit bristfällig och inträdesbarriärerna har av olika anledningar varit höga. Exempelvis har kunskaps- och

¹⁰⁵ Se Dyess, Credit Rating Agency Review Board, s 107 f med hänvisningar till rundabords-samtalet hos SEC, maj 2013 (se avsnitt 6).

¹⁰⁶ Se SEC, Report to Congress on Assigned Credit Ratings, s 30 f.

¹⁰⁷ Se SEC, Report to Congress on Assigned Credit Ratings, s 31.

¹⁰⁸ Se t ex skäl 15, förordning nr 462/2013.

erfarenhetsgapet mellan nya och äldre aktörer varit stort, parallellt med att de större institutionella investerarnas policys ofta innehållit explicita hänvisningar till någon av de större institutens kreditbetyg.¹⁰⁹ Till detta kommer en så kallad ”first mover”-problematik där de tre ledande instituten fått fördelar på marknaden bara genom att vara tidiga på marknaden med möjligheten att tidigt etablera sitt ”track record” och ”reputation capital”.¹¹⁰

EU-kommissionens huvudargument för att inte gå vidare med förslaget om en uppdragsförmedlande styrelse likt Franken-Wicker-förslaget var dess potentiella negativa effekter på konkurrensen (se avsnitt 6.2). Kommissionen hävdade att institutens incitament att maximera sina prestationer och konkurrera på grunderna pris och kvalitet skulle försvinna om emittenterna inte var fria att välja värderande institut.¹¹¹ I det följande ska ett antal motargument presenteras till kommissionens resonemang om varför en uppdragsförmedlande styrelse skulle påverka konkurrensen negativt. Istället kommer det påvisas att ett styrelsesystem skulle kunna öka konkurrensen på kreditvärderingsmarknaden och sänka inträdesbarriärerna.

6.8.1 KONKURRENS UNDER ETT PRESTATIONSBASERAT SYSTEM

Ett centraliserat organ som delar ut uppdrag till marknadsaktörer för kanske inte tankarna till ett system som skulle gynna den fria konkurrensen. Så vore också fallet om styrelsen exempelvis skulle tillämpa ett renodlat lottningssystem vid utdelningen av värderingsuppdrag. Som nämnts är emellertid tanken att förmedlingsprocessen ska grunda sig på institutens prestation. Det kan istället argumenteras för att en styrelse enligt Franken-Wicker-förslaget skulle kunna lägga grunden för en effektivare marknad där institut konkurrerar om att erhålla uppdrag från styrelsen.¹¹² Ett prestationsbaserat system kan främja konkurrensen på marknaden då väl efterforskade och objektivt grundade värderingar skulle premieras av styrelsen enligt någon av ovan presenterade förmedlingsmetoder (se avsnitt 6.6.1). Styrelsens förmedling skulle som sagt utgå från kreditvärderingsinstitutens kapacitet, expertis och ”track record”. Ju högre värderingsprecision ett institut visats ha enligt sitt ”track record”, desto större chanser får institutet att bli tilldelad ett uppdrag från styrelsen. Detta förutsatt att institutet ifråga har kapacitet och rätt expertis. Det prestationsbaserade systemet är tänkt att ge incitament till

¹⁰⁹ Se Cantor, *The Use of Credit Ratings in Investment Mangement in the U.S. and Europe*, s 20.

¹¹⁰ Se Coffee, *Ratings Reform*, s 42.

¹¹¹ Se SEC(2011) 1354 final, s 50 f.

¹¹² Se Lardner & Rusch, *The Rating Agencies and the Franken Amendment*, s 3. För den intresserade kan vidare hänvisas till Becker & Milbourns studie *How did Increased Competition Affect Credit Ratings?*, som sätter konkurrensen på kreditvärderingsmarknaden i nytt ljus. Dessvärre är studien inte direkt applicerbar på kreditbetyg för strukturerade instrument, se s 8.

instituten att vara innovativa och leverera kreditbetyg av hög kvalitet, med risken att annars inte erhålla värderingsuppdrag. Sålunda skulle ett prestationsbaserat system rimligen förbättra konkurrensen på kreditvärderingsmarknaden och inte försämra konkurrensen likt EU-kommissionens resonemang.

6.8.2 INTRÄDESBARRIÄRERNA UNDER ETT STYRELSESYSTEM

Det kan argumenteras för att ett styrelsesystem skulle sänka de i dagsläget höga inträdesbarriärerna på kreditvärderingsmarknaden genom att underlätta för mindre etablerade aktörer att erhålla värderingsuppdrag från emittenter.¹¹³ Som nämnts är det idag svårt för mindre kreditvärderingsinstitut att konkurrera med de större instituten om uppdrag. Ett av skälen till detta är att större etablerade investerare ofta hänvisar explicit till S&P, Moody's eller Fitch kreditbetyg i sina riktlinjer och investeringspolicys.¹¹⁴ Således måste emittenter som söker investeringar från de större investerarna få sina finansiella instrument värderade av S&P, Moody's eller Fitch. Dessa hänvisningar skulle naturligt fasas ut från investerarnas riktlinjer och policys om en förmedlande styrelse enligt Franken-Wicker-förslaget skulle införas. Sålunda skulle styrelsesystemet troligen öppna upp marknaden för mindre institut, genom att sänka inträdesbarriärerna och därigenom gynna konkurrensen.

6.9 AVSLUTANDE TANKAR

Som en politisk reaktion på finanskrisen 2008 infördes det omfattande EU-regelverket CRA III. Emittentbetalningsmodellens intressekonflikt kom emellertid att bli i princip orörd, trots intressekonfliktens roll i finanskrisen. Artikelns avslutande del ägnades därför åt att diskutera huruvida en oberoende uppdragsförmedlande styrelse skulle vara en lämplig lösning på betalningsmodellens intressekonflikt. Franken-Wicker-förslaget byggde på idén om en oberoende styrelse som förmedlar kreditvärderingsuppdrag från emittenter i den strukturerade finanssektorn. Syftet med styrelsen var att den skulle verka som en mellanhand mellan emittenterna och instituten och på så sätt eliminera den intressekonflikt som följer av emittentbetalningsmodellen.

Utredningen uppmärksammade en del svårigheter förenade med att införa ett styrelsesystem likt Franken-Wicker-förslaget, bland annat svårigheterna med själva förmedlingsprocessen och hur de mindre instituten ska ges möjligheten att konkurrera med de större instituten. Som diskuterades skulle förmedlingsprocessen förslagsvis bygga på ett prestationsbaserat system och

¹¹³ Se Dyess, Credit Rating Agency Review Board, s 105 f.

¹¹⁴ En studie visar att 72 procent av investeringsfondernas riktlinjer direkt hänvisat till ett specifikt kreditvärderingsinstitut. I regel till Moody's, S&P eller Fitch kreditbetyg, se Dyess, Credit Rating Agency Review Board, s 106.

således ge instituten incitament att upprätthålla kreditvärderingsmetoder av hög kvalitet. Eftersom en styrelse skulle premiera institut med adekvata kreditvärderingsmetoder tydde mycket på att styrelsesystemet skulle förbättra den bristande konkurrensen på dagens kreditvärderingsmarknad. Sammantaget fann utredningen underlag för att ett system med en förmedlande styrelse skulle kunna eliminera den intressekonflikt som följer av emittentbetalningsmodellen och på så sätt förhindra obehörig påverkan på kreditbetygen.

En uppdragsförmedlande styrelse synes alltså vara en effektiv lösning på betalningsmodellens intressekonflikt. Anledningen varför lagstiftaren från början velat förhindra obehörig påverkan på kreditbetygen har varit för att motverka en betygsinflation likt den marknaden såg innan finanskrisen 2008. Som flera gånger visats är kreditvärderingsinstitutens verksamhet förenad med systemrisker då kreditbetygen fått en betydande roll för kapitalmarknadens funktion. Både juridiska och ekonomiska argument har återkommande lagts fram för varför en välfungerande kapitalmarknad är eftersträvarvärd. I syfte att motverka nya finansiella misslyckanden på kapitalmarknaden, är oberoende och korrekta kreditbetyg av yttersta vikt, vilket ett styrelsesystem synes hjälpa till att förverkliga. Nackdelen är kanske främst att ett styrelsesystem oundvikligen skulle medföra mer reglering av en redan regleringstung sektor. Däremot skulle flera av dagens komplicerade rapporterings- och dokumentationskrav som följer av CRA III försvinna följt av att emittentbetalningsmodellen fasas ut. Troligtvis kan det även förväntas ett ökat förtroende för kreditvärderingsinstitutet när deras mest debatterade intressekonflikt upphör. Sist men inte minst talar vikten av att undvika en ny betygsinflation och finanskris för ett styrelsesystem enligt Franken-Wicker-förslaget. Det kan således avslutningsvis konstateras att en oberoende uppdragsförmedlande styrelse vore en lämplig lösning på betalningsmodellens intressekonflikt. 