

Förvaltnings- rättslig tidskrift

Dan Hanqvist

Kreditvärderingsinstitutens roll och reglering
(II)

Särtryck ur häfte 4 2010

KREDITVÄRDERINGSINSTITUTENS ROLL OCH REGLERING (II)

av Dan Hanqvist¹

”Where our ancestors revered the great unknown as fate, our financial institutions sub-divide it, number it, and post it into the capital markets, with a view to profit. The legal and operational processes that convert the Moirae into numbered and tradable units illustrate well the technological ambition of the long 20th century.”

— Joanna Benjamin

1. Inledning

Tiden är ett av livets större mysterier. Vi lever i en nutid som saknar utsträckning men som istället utgör en skärningspunkt mellan ett förflutet som vi inte kan förändra och en framtid som är principiellt och radikalt okänd. Tiden är, som den rysk-belgiske nobelprisvinnande kemisten Ilya Prigogine har sagt, en grundläggande dimension för vår existens och befinner sig i hjärtat av fysiken, där tidens infogande i begreppssystemet gav upphov till den moderna västerländska naturvetenskapen.² Tiden är också en viktig faktor i ett snävare ekonomiskt och finansiellt perspektiv:³ den ovissa framtiden ger upphov till både risker och möjligheter – framtiden är såväl ett hot som en resurs.⁴ Människan har troligen alltid försökt behärska framtiden – alltså parera det hot den innebär och utnyttja den som resurs – genom att försöka *förutsäga* vad som kommer att hända. Vad kan vara ett bättre beslutsunderlag än information om vad som kommer att hända i framtiden?

¹ Advokat, jur. kand., fil. kand., LL.M. (Edin.), verksam vid Advokatfirman Vinge, Stockholm. Uppfattningarna som framförs i artikeln, liksom (övriga) brister, är mina egna och ska inte nödvändigtvis tillskrivas min arbetsgivare. Jag vill tacka mina kollegor Fabian Ekeblad och Albert Wällgren som har läst utkast till artikeln (dock utan att vara ansvariga för innehållet).

² I Prigogine, *La Fin des certitudes* (2009) s 9 f. Inom de olika naturvetenskaperna är emellertid tiden inte något enkelt och okontroversiellt begrepp (I Prigogine & I Stengers, *Entre le temps et l'éternité* (2009)).

³ Jfr M Tyrstrup, *Tidens furstar* (2002) och P-G Giraud, *Le commerce des promesses* (2001) s 116.

⁴ E Esposito, *Die Zukunft der Futures. Die Zeit des Geldes in Finanzwelt und Gesellschaft* (2010). Jfr även H Rosa, *Beschleunigung. Die Veränderung der Zeitstrukturen in der Moderne* (2005).

I det forntida Mesopotamien spelade astrologi och andra tekniker för att förutsäga framtiden en stor roll;⁵ särskilt astrologin skulle få en lång verkningshistoria: traditionen togs över av den grekisk-romerska antiken och vidareutvecklades av arabiska tänkare under tidig medeltid och fram till åtminstone renässansen.⁶ De babyloniska prästerna identifierade himlakropparnas till synes oföränderliga och förutsägbara rörelser över himlavalvet; och därav drog man slutsatsen att framtiden kunde förutses med hjälp av stjärnskådandet. Redan under denna period försökte man kombinera en absolut nödvändig kausalitet med ett visst utrymme för den fria viljan – vilket skulle göra framtiden i alla fall delvis öppen.⁷ Men lika gammal som tron på möjligheten att i alla fall till stor del – åtminstone om arbetet utförs korrekt – förutse framtiden, är kritiken: under hela den grekisk-romerska antiken diskuterades astrologins anspråk livligt och ofta mycket kritiskt,⁸ särskilt vad gällde möjligheten att förutse individens agerande.⁹ När St Thomas av Aquino på 1260-talet diskuterade de astrologiska förutsägelsernas moraliska ställning skilde han mellan, å ena sidan, sådana prognoser som ansågs ha naturvetenskaplig grund och byggde på kända kausalsamband och, å andra sidan, sådana som försökte sig på det område som endast kan vara känt för Gud.¹⁰ I den första kategorin hamnade den delen av astrologin som för oss motsvarar astronomi och meteorologiska prognoser, medan han fördömde allt annat stjärnskådande som en synd.¹¹ Trots Katolska kyrkans principiella motstånd mot astrologin – om framtiden är förutsägbar och därmed determinerad finns det inget utrymme för den fria viljan och därmed inte för det personliga ansvaret¹² – behöll dock astrologin länge en stark ställning. Ännu – kanske i än

⁵ V Grandpierre, *Histoire de la Mésopotamie* (2010) och J Ordóñez, V Navarro & J M S Ron, *Historia de la ciencia* (2008) s 32 ff.

⁶ K Thomas, *Religion & the Decline of Magic* (1971) s 283 f.

⁷ D Amand, *Fatalisme et liberté dans l'Antiquité Grecque* (1973) s 1 f.

⁸ *Amand* 1973.

⁹ *Thomas* 1971 s 286.

¹⁰ *Summa Theologiae* II-II Q 95 Art 1.

¹¹ *Summa Theologiae* II-II Q 95 Art 3. Thomas utgick ifrån att det fanns ett (svagt) kausalsamband mellan himlakropparna och vädret, nog motsvarande det moderna sannolikhetsbegreppet. Som teolog utgick Thomas från sin tids erkända naturvetenskap utan att försöka överpröva den på dess eget område (D Hanqvist, "Var det (inte) bättre förr? – Sankt Thomas av Aquino och medeltida och modern demokrati och juridik" SvJT 2007 s 331 f).

¹² *Thomas* 1971 kap 12. I *Katolska kyrkans katekes* (2000) nr 2116 sägs: "Alla former av spådomsverksamhet är förkastliga [...]. Om man ägnar sig åt att rådfråga horoskop, om man sysslar med astrologi, handspådom, tolkning av förebud och lotter, om man utnyttjar medier visar man, att man vill härska över tiden, historien och till sist också över människorna. Samtidigt vittnar ett sådant beteende om att man önskar ställa sig väl med dolda makter. Det strider mot den värdnad och respekt, som inte utesluter kärleksfull fruktan, som vi är skyldiga Gud ensam". Frågan diskuteras i ett sekulär-humanistiskt perspektiv i *Prigogine* 2009 s 15.

högre grad än tidigare – under renässansen höll sig varje ansvarsfull furste med astrologisk expertis för att ge råd avseende politiska beslut och för att förutsäga resultatet av viktigare politiska händelser;¹³ härskare tävlade om att tillförsäkra sig de ledande astrologernas tjänster;¹⁴ och förutsägelser i politiska¹⁵ och ekonomiska¹⁶ angelägenheter togs på stort allvar. Allt detta trots att de empiriska beläggen för att astrologin verkligen fungerade naturligtvis alltid var svaga.¹⁷

Astrologin utvecklades till en intellektuellt krävande specialitet och uppfattades som en ”objektiv vetenskap”.¹⁸ ”There was nothing esoteric about these general assumptions [of astrology]. At the beginning of the sixteenth century astrological doctrines were part of the educated man’s picture of the universe and its workings”,¹⁹ inte alltid som en särskild disciplin utan som en allmänt accepterad världsbild och den kom att genomsyra all vetenskap.²⁰ Men astrologin kunde aldrig bli mer än en pseudovetenskap eftersom den isolerade sig från kritik genom att formulera tillräckligt vaga förutsägelser så att all falsifiering kunde bortförklaras;²¹ ”for all its apparent objectivity, astrology left everything in the last resort to the judgment and common sense of the practitioner, and the system, far from being exact, was highly flexible”; och mindre nogräknade utövare drog sig inte för att lämna den prognos som önskades.²² I takt med att astrologin utvecklades och förfinades blev det emellertid allt svårare att nå enighet mellan olika astrologer, både i prognoser och i vetenskaplig terminologi.²³ Problem dök också upp med ”kvackare” som saknade kvalifikationer och gav opålitliga förutsägelser...²⁴

Astrologins förlorade vetenskapliga trovärdighet har dock inte minskat vårt behov av att förutsäga framtiden. Snarare tvärtom: ”The ability to define what may happen in the future and to choose among alternatives lies at the heart of contemporary societies”.²⁵ En reaktion på detta behov – ett sätt att möta behovet av kunskap om framtiden som underlag för beslut – är framväxten av den vetenskapliga *sannolikhetsläran*. Olika sannolikhetsargument

¹³ Thomas 1971 s 313.

¹⁴ Ordóñez, Navarro & Ron 2008 s 220.

¹⁵ Thomas 1971 s 341.

¹⁶ Thomas 1971 s 310.

¹⁷ Thomas 1971 s 332 ff.

¹⁸ Thomas 1971 s 287 och allmänt kap 10–12.

¹⁹ Thomas 1971 s 285. Jfr även F Yates, *The Occult Philosophy in the Elizabethan Age* (1979).

²⁰ Thomas 1971 s 285.

²¹ K Popper, *Conjectures and Refutations* (2002) s 48 f.

²² Thomas 1971 s 340.

²³ Thomas 1971 s 287 f.

²⁴ Thomas 1971 s 303.

²⁵ P L Bernstein, *Against the Gods* (1998) s 2.

används för att förklara fenomen inom olika vetenskaper, från kvantfysik till biologi och sociologi, och kan numera sägas vara ett paradigm som omfattas av alla vetenskapligt bildade människor i en eller annan form.²⁶ Genom denna utveckling tänker man sig att vi ska ha lärt oss bemästra risker så att vi kan ”put the future at the service of the present. By showing the world how to understand risk, measure it, and weigh its consequences, they [*sc* sannolikhetslärans pionjärer] converted risk-taking into one of the prime catalysts that drive modern Western Society. Like Prometheus, they defied the gods and probed the darkness in search of the light that converted the future from an enemy into an opportunity”.²⁷

Behovet av att hantera risker – framtida händelser – är stort på de finansiella marknaderna. På detta område har en systematisk användning av sannolikhetskalkyler för att bedöma framtida händelser, med sikte på att idag vidta åtgärder för att bemöta oönskade framtida effekter, fått stort genomslag. Moderna riskhanteringsmetoder – inklusive kreditbetygen – bygger till stor del på sannolikhetsberäkningar.²⁸ Detta förhållningssätt har t o m i flera fall kommit till uttryck som för finansiella aktörer tvingande rättsregler (t ex i 6:2 lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse (”BFRL”), 8:4 lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (”VML”), 5:2 lagen (2004:46) om investeringsfonder (”LIF”) och hela lagen (2006:1371) om kapitaltäckning och stora exponeringar (”KTL”).

De regler som behandlar finansiella transaktioner kan sägas ha till syfte att reducera olika slags risker till en enda sorts risk: kreditrisken, dvs risken att en skuld inte betalas. De finansiella marknaderna anser att denna risk är mätbar, går att hantera och kan överföras.²⁹ Att bedöma kreditvärdigheten hos olika motparter är därför av stor betydelse – men medför kostnader. Är det svårt att bedöma kreditvärdigheten hos en motpart kan denne komma att krävas på en hög ränta som kompensation för kreditrisken. Kreditvärderingsinstitut³⁰ anses kunna hjälpa investerare att bedöma och förstå aktuella risker och osä-

²⁶ Litteraturen är enorm, men se t ex K Popper, *The Logic of Scientific Discovery* (2002) kap 8, R Omnès, *Philosophie de la science contemporaine* (1994) s 272 f och R Penrose, *The Emperor's New Mind* (1999) s 306 ff och *The Road to Reality* (2004) avs 21.9. Sannolikhetsargument används också i t ex E Sober, *Evidence and Evolution* (2008) och N Georgescu-Roegen, *The Entropy Law and the Economic Process* (1971); och förhållandet mellan sannolikhet och kausalitet diskuteras i J L Mackies klassiska *The Cement of the Universe* (1980).

²⁷ Bernstein 1998 s 1. Utvecklingen problematiseras och kritiserar i J Ellul, *Le bluff technologique* (1988) kap II.

²⁸ R Gallati, *Risk Management and Capital Adequacy* (2003) s 8 och *passim*.

²⁹ J Benjamin, *Financial Law* (2007) § 1.02; även § 2.03 f.

³⁰ IA Estrella (red), ”Credit ratings and complementary sources of credit quality information”, Basel Committee on Banking Supervision Working Papers No 3 (2000) Part I lämnas en redogörelse för en rad olika kreditvärderingsinstitut och deras resp metodologier.

kerheter och därmed även minska investerarnas kapitalkostnader (prop 2009/10:217 s 10). En gäldenär kan ha svårt att övertyga borgenärer om sin kreditvärdighet. Följden av detta blir att antingen får gäldenären betala en hög ränta eller så uteblir de tilltänkta investeringarna. I båda fallen innebär det effektivitetsförluster för samhället. Kreditvärderingsinstitutens kreditbetyg anses kunna begränsa dessa problem genom att hjälpa dels investerare att förstå de risker och osäkerheter som finns, dels emittenter genom att minska deras kapitalkostnader (prop 2006/07:5 s 197 f). En av kreditvärderingsinstitutens uppgifter kan således sägas vara att täppa igen ”informationsglappet” mellan emittenten och investeraren.³¹

2. Regleringsbehovet

Liksom tidigare astrologerna har kreditvärderingsinstitutet alltså uppdraget att prognostisera framtiden. De arbetar i enlighet med ett modernare synsätt med *sannolikheter* för framtida händelser – ett kreditbetyg är just ett mått på sannolikheten att en viss gäldenär kommer att fullgöra sina förpliktelser (prop 2006/07:5 s 198). Sannolikhetskalkylen används alltså för att förutsäga en *individuell händelse*. På grundval av sitt uppdrag att prognostisera framtiden har kreditvärderingsinstitutet kommit att spela en viktig roll för hela det finansiella systemet, ”offering particular visions of financial truth and particular criteria of financial responsibility that shape and regulate the behavior of states and financial institutions”.³² Institutet har på många sätt fått en ”kvasi-offentlig” ställning.³³ Även om institutet är privata företag har deras produkter i ökande grad kommit att sammanflätas med den statliga regleringen, vilket antyder att tillsynsmyndigheter och lagstiftare anser att deras produkter är pålitliga.³⁴ Det är vanligt att använda de internationella institut-

³¹ L Nyberg, M Persson & M W Johansson, ”Oron på de finansiella marknaderna – orsaker och konsekvenser” *Penning- och valutapolitik* 1/2008 s 45 och *Estrella* 2000 s 11. Sådana informationsasymmetrier gäller genomgående på de finansiella marknaderna och är ett av de viktigaste argumenten mot hypotesen om perfekta marknader (*Esposito* 2010 s 97 f; *Giraud* 2001 s 115).

³² M de Goede, *Virtue, Fortune, and Faith* (2005) s 12. I ”Stocktaking on the use of credit ratings”, Basel Committee on Banking Supervision, Joint Forum (2009) lämnas en omfattande redogörelse för i vilken utsträckning och i vilka avseenden kreditbetyg används i ett antal jurisdiktioner och inom olika branscher.

³³ S Henderson, *Henderson on Derivatives* (2003) s 10, not 4; *Benjamin* 2007 § 2.37 (”the credit rating agencies are tremendously powerful and their ratings officially recognized”); D Hanqvist, ”Kreditvärderingsinstitutets roll och reglering” FT 2008 s 196 f. Jfr även *de Goede* 2005 s 12 och T J Sinclair, *The New Masters of Capital* (2005) s 50.

³⁴ G H Stern & R J Feldman, *Too Big to Fail* (2004) s 33. En rad myndigheters användning av kreditbetygen före införandet av Basel II sammanfattas i *Estrella* 2000 Part II Section D. Kreditbetygens kvasi-officiella ställning uppmärksammas och problematiseras i *Basel Committee on Banking*

ens kreditbetyg som ofta anses vara av god kvalitet.³⁵ Joanna Benjamin har vad gäller kreditbetygens normativa, handlingsdirigerande verkan kommenterat ”the long reach of this form of soft regulation”.³⁶ Kreditvärderingsinstitutens starka ställning på de finansiella marknaderna kunde förväntas attrahera tillsynsmyndigheternas intresse – kanske mot institutens egen önskan.³⁷ Turbulensen på de finansiella marknaderna under 2007 med fortsättning under 2008 och följdverkningar som ännu inte har värkt ut, har lett till att man från politiskt håll har ifrågasatt kreditvärderingsinstitutens roll och det sätt på vilket de fungerar och tillhandahåller sina tjänster. För närvarande har de flesta kreditvärderingsinstitut sina huvudkontor utanför EU (recit (2)³⁸). De amerikanska instituten Moody’s, Standard & Poor’s och Fitch dominerar internationellt – vilket knappast kan antas minska det europeiska intresset av att reglera deras verksamhet. Dessa tre genererar sina intäkter främst genom att ta betalt för sina kreditvärderingar som sedan offentliggörs för allmänheten utan kostnad (prop 2006/07:5 s 198).

Det moderna risktänkandet (som alltså vilar på sannolikhetsresonemang med vetenskapliga pretentioner) har kritiserats både ”utifrån” (och principiellt)³⁹ och ”inifrån”, för att de tekniker som utvecklats för riskhantering inte håller måttet.⁴⁰ Elena Esposito har noterat att denna lära är mer eller mindre årsbarn med den moderna romanen;⁴¹ och att det genom bl a sannolikhetsläran skapades en fiktiv parallellvärld,⁴² som dock har förmågan att påverka den ”riktiga” världen.⁴³ Det är därför inte förvånande att också kreditvärderingsinstitutens roll och arbetssätt har kritiserats på olika grunder. Andrew

Supervision, Joint Forum 2009, som belyser frågan om huruvida myndigheternas användning av kreditbetyg ”unintentionally give[s] credit ratings an official seal of approval that discourages investors from performing their own due diligence” (s 1). Att myndigheternas användning validerar kreditbetygen torde stå utom allt tvivel. Om myndigheterna inte i princip godkände kreditbetygen i kvalitativt hänseende vore det ju direkt felaktigt av dem att använda kreditbetygen i den egna normgivningen.

³⁵ Så t ex i M Burger, B. Graeber & G Schindlmayr, *Managing Energy Risk* (2007) s. 269.

³⁶ *Benjamin* 2007 § 18.58.

³⁷ D Shirreff, *Dealing With Financial Risk* (2004) s 73.

³⁸ Om inte annat anges avser hänvisningar Europaparlamentets och Rådets förordning (EG) nr 1060/2009 av den 16 september 2009 om kreditvärderingsinstitut (”KviF”).

³⁹ U Beck, *Weltrisikogesellschaft* (2007).

⁴⁰ J E Stiglitz & B Greenwald, *Towards a New Paradigm in Monetary Economics* (2003) s 228 och N N Taleb, *The Black Swan* (2007). Talebs kritik – som väl inte i och för sig underkänner själva prognostiseringen – är dock så djupgående och omfattande att den närmar sig ett grundläggande och principiellt avståndstagande från de vanligen förekommande sannolikhetsbaserade riskhanteringsteknikerna.

⁴¹ E Esposito, *Die Fiktion der wahrscheinlichen Realität* (2007) s 7.

⁴² *Esposito* 2007 s 8.

⁴³ *Esposito* 2007 s 120.

Fight menar t ex att kreditbetygen ”are designed to reassure ratings users about the scope and thoroughness of their [*sc* institutens] work. But bear in mind that we are not looking at a tried and true mathematical formula as in thermodynamics or stress analysis; these documents are designed to reassure and impress the investor-creditor community and related parties that everything has been looked at without actually defining the specifics underlying the assessment process.”⁴⁴ Fight menar vidare att kreditbetygen trots den objektiverande utformningen innehåller subjektiva åsikter och slutsatser;⁴⁵ att kommunikationen mellan den som betygssätts och instituten lätt kan leda till att kreditbetyget anpassas efter den betygssattes önskemål;⁴⁶ och en del av de kriterier som används vid kreditvärderingen är motsägelsefulla utan att instituten redogör för hur motsägelsen ska lösas.⁴⁷ Han menar också att institutens ”approach may be characterised as serious-sounding opinions resting on a logical framework best described as opaque”, att utredningarna ofta uttrycks ”in approximate terminology which leaves the writer space to alter or modify the conclusions in light of subsequent events”⁴⁸ och att instituten typiskt sett inte öppet redovisar hur de olika faktorerna som åberopas för kreditbetyget har vägts samman eller hur informationen statistiskt samlas in och förhåller sig till ett visst betyg.⁴⁹ Kritiker har även identifierat den makt kreditvärderingsinstitutet i praktiken har fått som ett problem.⁵⁰

Kreditvärderingsinstitutet baserar sina kreditbetyg på såväl *kvantitativa* som *kvalitativa* omdömen.⁵¹ De kvantitativa omdömena kan baseras på statistik (och är därmed sårbara för bristande kvalitet och pålitlighet hos både de data och de statistiska metoder som används – men kan å andra sidan

⁴⁴ A Fight, *The Ratings Game* (2001) s 101. Givet Fights hårda kritik kan det vara intressant att notera att boken har givits ut av den välnummerade finansiella fackboksförlaget Wiley.

⁴⁵ *Fight* 2001 s 102.

⁴⁶ *Fight* 2001 s 106. Så även i *Estrella* 2000 s 13.

⁴⁷ *Fight* 2001 s 109.

⁴⁸ *Fight* 2001 s 110. Hård kritik uttalas även i G A Akerlof & R J Shiller, *Animal Spirits* (2009), där författarna menar att kreditbetygen avseende strukturerade produkter (särskilt trancherade värdepapperiseringar, såsom de beryktade *subprime*-produkterna) motiverades av kreditvärderingsinstitutens önskan att tjäna pengar, och att investerarna närmast av bekvämlighetsskäl nöjde sig med att endast lägga kreditbetygen till grund för investeringsbesluten (s 37). Kreditvärderingsinstitutets centrala roll för strukturerade produkter diskuteras i Committee on the Global Financial System, ”The role of ratings in structured finance: issues and implications” (2005), och de senare problemen diskuteras i kommitténs rapport ”Ratings in structured finance: what went wrong and what can be done to adress shortcomings?”, CGFS Papers No 32 (2008) (jfr även *Hanqvist* 2008). Också kommittén påpekade investerarnas ”overdependence on ratings” (s 1).

⁴⁹ *Fight* 2001 s 120.

⁵⁰ *Fight* 2001 *passim*; F Partnoy, *Infectious Greed* (2003) s 411 ff; *Sinclair* 2005 *passim* och s 50 (institutet utövar naturligtvis sin makt utan egentligt demokratiskt mandat); jfr även L Hässel, M Norman & Ch Andersson, *De finansiella marknaderna i ett internationellt perspektiv* (2001) s 294 f.

⁵¹ *Estrella* 2000 s 12.

utvärderas empiriskt på samma sätt som annan kvantitativ information. De kvalitativa omdömena är oundgängliga, exempelvis för att risken för t ex konkurs delvis beror på såväl gäldenärens och domstolarnas bedömningar och agerande.⁵² De kvalitativa omdömena är svårare att utvärdera empiriskt. Och Kreditvärderingsinstitutet har haft vissa problem med empirin.⁵³ Det är inte ovanligt att olika institut kommer till olika slutsatser avseende en och samma gäldenärs kreditvärdighet.⁵⁴ Ibland har institutet lyckats förutse problem och därmed kunnat varna investerare. Men ibland har de inte varit lika framgångsrika, såsom i fallen med Penn Central Railroads konkurs 1970, kollapsen i Franklin National Bank 1974, konkursen i den kaliforniska kommunen Orange County i mitten av 1990-talet, den asiatiska finanskrisen 1997–8 och mer spektakulärt Enrons kollaps 2001⁵⁵ och Lehman-konkursen 2008. KviF har motiverats med just kreditvärderingsinstitutets ”misslyckanden”. Institutet anses för det första ha misslyckats med att tillräckligt tidigt låta de förvärrade förhållandena på marknaden återspeglas i kreditbetygen, och för det andra ha misslyckats med att anpassa sina kreditbetyg i tid efter det att krisen på marknaden hade förvärrats. Detta misslyckande har från lagstiftarhåll ansetts bäst kunna korrigeras genom åtgärder som rör intressekonflikter, kreditvärderingarnas kvalitet, möjligheterna att överblicka institutets verksamhet samt deras interna företagsstyrning och övervakningen av deras verksamheter. Samtidigt manar man dock användarna av kreditbetyg att inte ensidigt förlita sig på dem, utan istället lägga ner största omsorg på egna analyser och fortlöpande genomföra en tillfredsställande *due diligence* beträffande dessa värderingars tillförlitlighet (recit 10). Mycket tyder på att informationen från kreditbetygen med fördel kan kombineras med information från andra källor för att öka prognoskraften, t ex genom en kombination av den publika informationen i ett kreditbetyg och den privata informationen i en banks interna kreditvärdering av låntagaren.⁵⁶

⁵² *Estrella* 2000 s 74.

⁵³ En rad empiriska studier sammanfattas i *Estrella* 2000 Part II.

⁵⁴ *Sinclair* 2005 s 156; L Mosley, *Global Capital and National Governments* (2003) s 136 f.

⁵⁵ För alla föregående exempel, *Sinclair* 2005 s 157 ff. Kreditvärderingsinstitutets centrala betydelse för Enron-affären diskuteras också i B. McLean & P. Elkind, *The Smartest Guys in the Room* (2004) och J Froud, S Johal, A Leaver & K Williams, *Financialization and Strategy* (2006) s 35. Enron-fallet illustrerar också kreditbetygens *rekursivitet*: Enron var kreditvärdigt – och förtjänade sitt höga kreditbetyg – endast så länge kreditbetyget upprätthölls. När så inte längre var fallet förföll stora delar av Enrons finansiering genom s k *rating triggers* – vilket ledde till att företaget inte längre var kreditvärdigt och därmed fick ett lägre kreditbetyg.

⁵⁶ *Estrella* 2009; L I Nakamura & K Roszbach, ”Credit Ratings and Bank Monitoring Capability”, Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper No 10–21 (2010), som fö bygger på data från svenska banker.

De empiriska utmaningarna för kreditvärderingsinstitutet är också *principiellt* betingade, i första rummet naturligtvis genom den grundläggande svårigheten att framtiden är okänd, men också på grunder som är välkända inom vetenskapsteorin. I en utredning om ECB:s användning av kreditbetyg för att bedöma godtagbara säkerheter vid bankens penningpolitiska åtgärder, påpekas att "[t]he probability of default itself is unobservable because the default event is stochastic. The only quantity observable, and hence measurable is the empirical default frequency. [...] [W]e will thus have to make use of a theoretical model that rests on certain assumptions about the rules governing default processes. [...] The quality of each model's results in terms of their empirical significance depends on the adequacy of the model's underlying assumptions".⁵⁷ Här rör det sig således om en *induktiv* process vars resultat för sin empiriska giltighet är beroende av dels modellens lämplighet, dels kvalitén på de data som matas in i modellen. Detta förhållande är inte unikt för kreditbetygen utan är ett problem som präglar allt induktivt tänkande avseende framtiden, som Karl Popper har påpekat: "some inductive assumption is needed if we wish to argue from *past experience* to a prediction of *future events*; at least an assumption that tells us that we are entitled to argue from past experience to the future. [...] [W]e never (least of all in science) draw inferences from mere observational experience to the prediction of future events. Rather, each such inference is based upon observational experience [...] *plus* some *universal theories*. The presence of these theories [...] is essential for arguing from the past to the future. But *these universal theories are not in their turn inferred* from past observational experience. They are, rather, *guesses*: they are *conjectures*".⁵⁸ Den som förlitar sig på kreditbetygen behöver ta hänsyn till denna principiella och oundvikliga begränsning. Inom finansiell riskhantering känner vi till risken med teorierna som "*model risk*",⁵⁹ och denna risk gör sig minst lika påmind beträffande kreditbetygen.

Kreditvärderingsinstitutet har alltså en viktig uppgift på de internationella värdepappers- och kreditmarknaderna och indirekt – genom kreditbetygens

⁵⁷ F Coppens, F González & G Winkler, "The Performance of Credit Rating Systems in the Assessment of Collateral used in Eurosystem Monetary Policy Operations", ECB Occasional Paper Series No 65 (2007) s 9 (min emfas).

⁵⁸ *Objective Knowledge* (1979) s 363 (originalets emfas).

⁵⁹ *Shirreff* 2004 påpekar à propos *model risk* att "[a] good principle to bear in mind is that every model, whether it is an aspect of the financial market or anything else – a model steam engine or a hydroelectric dam – will behave differently from the real thing, especially in extreme conditions. A model that appears to replicate market behaviour perfectly in certain circumstances is likely to go off course if circumstances change too much" (s 40). Vidare sägs att "[m]ost of the models on the market extrapolate data and observations from the world's best developed markets, predominantly the American bond and equity markets, and apply them to markets where the parameters may be completely different" (s 61).

betydelse för ett företags lånekostnader – också för t ex M&A⁶⁰ och *private equity*-marknaderna, eftersom de kreditbetyg de utfärdar används av investerare, låntagare, emittenter och stater som en del av informationen för att fatta investerings- och finansieringsbeslut.⁶¹ Finansiella institutioner kan använda kreditbetygen som referenser för beräkning av sina kapitalkrav eller för att beräkna placeringsrisker. Kreditbetygen påverkar följaktligen i väsentlig grad hur marknaden fungerar och investerares och konsumenters tillit till och förtroende för marknaden. Det anses därför vara av avgörande betydelse att kreditvärderingsverksamheten utövas i enlighet med principerna om *integritet, transparens, ansvar* och *goda styrelseformer*, för att säkerställa att de kreditbetyg som används inom EU är *oberoende, objektiva* och *av fullgod kvalitet* (recit (1); jfr prop 2009/10:217 s 14). Deras särskilda ställning har ansetts medföra att kreditvärderingsinstitutens värderingsmetoder – och alltså deras framtidsprognoser – bör hålla en viss standard (prop 2006/07:5 s 200).

De flesta medlemsstater har inte tidigare reglerat kreditvärderingsinstitutens verksamhet eller villkoren för utfärdande av kreditbetyg. Trots institutens väsentliga betydelse för de finansiella marknadernas funktion har de omfattats av gemenskapslagstiftning endast inom begränsade områden (recit (2)). Institutet förväntas istället frivilligt följa den uppförandekod som Internationella organisationen för värdepapperstillsyn, International Organization of Securities Commissions, tagit fram; trots regleringen i KviF förväntas institutet också fortsättningsvis att iaktta uppförandekoden (recit 8).⁶² Dessutom finns regler om erkännande av externa kreditvärderingsinstitut i Europaparlamentets och rådets direktiv 2006/48/EG av den 14 juni 2006 om rätten att starta och driva verksamhet i kreditinstitut, vilket i Sverige motsvaras av reglerna om *godkännande* av kreditvärderingsinstitut i KTL och FI:s föreskrifter och allmänna råd om krav för att godkännas som kreditvärderingsinstitut vid tillämpning av KTL (FFFS 2007:2).⁶³ Direktivet innebär att kreditinstitut och

⁶⁰ Froud, Johal, Leaver & Williams 2006 s 96.

⁶¹ Se t ex S Pagratisa & M Stringa, "Modeling Bank Senior Unsecured Ratings: A Reasoned Structured Approach to Bank Credit Assessment", *International Journal of Central Banking* 2009 s 1.

⁶² Kommissionen menar att "[d]etta självreglerande tillvägagångssätt uppfyllde dock inte förväntningarna eftersom det var frivilligt för kreditvärderingsinstitutet att följa uppförandekoderna, och de ofta drog nytta av principen 'följ eller förklara'. Enligt detta tillvägagångssätt var det inte heller möjligt att genomföra en grundlig och oberoende granskning av hur bestämmelserna verkligen efterlevdes. När finanskrisen bröt ut ådagalades betydande brister i kreditvärderingsinstitutens interna organisation, insyn och ledningskonflikter, vilket föranledde en ny, strängare EU-politik på detta område" (Arbetsdokument från Kommissionens avdelningar. Sammanfattning av konsekvensanalysen som åtföljer förslaget till Europaparlamentets och Rådets förordning om ändring av förordning (EG) nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut, not 1).

⁶³ Denna reglering diskuteras i *Hanqvist* 2008, som också innehåller en allmän diskussion om kreditvärderingsinstitutens funktioner och betydelse och en del av kritiken mot dem. Jag hänvisar till

värdepappersföretag endast får använda ett externt kreditbetyg för att fastställa riskvikter, om det företag som utfärdar betygen har godkänts av en behörig tillsynsmyndighet (prop 2009/10:217 s 10), vilket framgår av 11:2 i FI:s föreskrifter och allmänna råd om kapitaltäckning och stora exponeringar (FFFS 2007:1). Från EU:s håll fattades i september 2009 beslut om en förordning – som, som bekant, har ställning som lag direkt i medlemsstaterna – för att ytterligare reglera instituten (KviF); KviF trädde i kraft den 7 december 2009 (art 41). För svensk del kompletteras KviF av lagen (2010:1010) om kreditvärderingsinstitut ("KviL") (1 § KviL).

3. Den materiella regleringen: KviF och KviL

3.1 Tillämpningsområdet

KviF reglerar utfärdandet av "kreditbetyg" (*rating*), vilket definieras som "en bedömning av kreditvärdigheten hos en enhet, en skuld eller finansiell förpliktelse, räntebärande värdepapper, preferensaktier eller andra finansiella instrument, eller en emittent av en skuld eller finansiell förpliktelse, räntebärande värdepapper, preferensaktier eller andra finansiella instrument, som genomförts med hjälp av ett etablerat och definierat rangordningssystem med olika betygs kategorier" (art 3.1(a)). Betyget hänför sig till en "kreditvärderad enhet", dvs "en juridisk person vars kreditvärdighet explicit eller implicit värderas genom kreditbetyget, oavsett om denna juridiska person själv har begärt kreditbetyget eller ej eller tillhandahållit information för fastställandet av det eller ej" (art 3.1(f)). Som sagt är kreditbetyget ett mått på sannolikheten att en viss gäldenär kommer att fullgöra sina förpliktelser. Det uttrycker alltså sannolikheten för att en *individuell händelse* ska inträffa. Även om kreditvärderingsinstitutet använder sig av statistiska databaser⁶⁴ skiljer sig dock kreditbetyget från vanliga statistiska slutsatser som hänför sig till *populationer*; och det är notoriskt att populationsdata inte kan prognostisera utfallet på individnivå. Statistiska metoder är bättre på att fånga *systematisk* risk (avseende marknaden i stort) än *osystematisk* risk (avseende ett individuellt företag).⁶⁵ I ett *stabil* sys-

denna tidigare artikel i dessa avseenden och kommer inte att här upprepa vad som framgår av den artikeln.

⁶⁴ *Burger, Graeber & Schindlmayr* 2007 s. 270.

⁶⁵ Det finns empiriskt material som kan tyda på att kreditbetyg är särskilt användbara för att prognostisera *aggregerad kreditförlust* i en kreditportfölj (snarare än individuella fallissemang) (jfr T Jacobson & J Lindé, "Kreditvärdering och konjunkturcykeln: kan konkurser prognosticeras?" *Penning- och valutapolitik* 4/2000 s 11). Annat empiriskt material indikerar att kreditbetygen nära följer konjunkturcyklerna ("Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information", Basel Committee on Banking Supervision Working Papers No. 3 (2000) s 143; *Pagratissa*

tem motsvarar komponenternas rörelse systemets rörelse, vilket innebär att observationer avseende systemets rörelse ger tillförlitlig information om komponenternas rörelse (och vice versa). I ett *instabilt* system, däremot, finns inte denna koppling, utan komponenternas rörelse kan vara en annan än systemets, varför observationer avseende systemets rörelse *inte* ger tillförlitlig information om komponenternas rörelse. En statistisk analys av ett stabilt system – men inte av ett instabilt system – ger därför god information om de enskilda komponenternas rörelse.⁶⁶ I en ekonomi utgörs komponenterna av de ekonomiska aktörerna. Men eftersom ekonomin är ett *instabilt* system⁶⁷ kan observationer på systemnivå – dvs statistiska observationen avseende populationen ekonomiska aktörer – inte ge pålitlig information om de individuella aktörerna.

Genom KviF införs för hela EU gemensamma regleringsmetoder för att ”främja integritet, transparens, ansvar, goda styrelseformer och tillförlitlighet inom kreditvärderingsverksamhet och därmed bidra till bättre kvalitet på de kreditbetyg som utfärdas inom gemenskapen, vilket bidrar till att få den inre marknaden att fungera friktionsfritt samtidigt som en hög nivå uppnås på skyddet av konsumenter och investerare”; i KviF fastställs villkor för utfärdande av kreditbetyg och bestämmelser om institutens organisation och uppförande för att främja deras oberoende och undvika intressekonflikter (art 1). Det främsta syftet med förordningen är dock att skydda stabiliteten på finansmarknaderna och investerarna (recit 7). Regeringen bedömer dock att den nya regleringen inte kommer att ge några omedelbara effekter på samhällsekonomin (prop 2009/10:217 s 42). Det är därför inte helt lätt att se hur de ökade kostnaderna för de enskilda instituten som är en naturlig följd av den nya regleringens olika krav kan motiveras av en okänd och antagligen ringa påtaglig nytta för allmänheten.⁶⁸

KviF gäller för kreditbetyg som utfärdas av kreditvärderingsinstitut som är registrerade i EU och som offentliggörs eller distribueras till abonnenter (art 2.1). Kreditbetyg kan dock användas i en rad sammanhang där en reglering

♣ *Stringa* 2009 s 34), vilket skulle kunna tyda på att betygen mäter systematisk risk snarare än idiosynkratisk osystematisk risk. Samma studie indikerar att betygen är bättre på att mäta *relativ* risk än *absolut* risk (s 131). Studien menar också att ”the simplicity of the ordinal ranking system inherently obscures a great deal of information about the individual issuer” (s 128). – Systematisk resp osystematisk risk i detta avseende diskuteras i t ex *Gallati* 2003 s 42; J Berk, P DeMarzo & J Harford, *Fundamentals of Corporate Finance* (2009) kap 11; J von Hagen & J H von Stein (red), *Obst/Hintner Geld-, Bank- und Börsenwesen* (2000) s 273 ff; och R G Schroeder, M W Clark & J M Cathey, *Financial Accounting Theory and Analysis: Text and Cases* (2009) s 121 ff.

⁶⁶ *Priogogine* 2009 s 38.

⁶⁷ B B Mandelbrot, *The (Mis)behaviour of Markets* (2004).

⁶⁸ Vice riksbankschefen Lars Nyberg uttalade sin skepsis mot en mer generell reglering av kreditvärderingsinstitutet i ett anförande i Santiago, Chile 2008-11-06.

enligt KviF inte är lämplig (t ex olika privata kreditbetyg som inte publiceras och kreditbetyg som tas fram av centralbanker och andra myndigheter), varför sådana kreditbetyg har undantagits från KviF:s tillämpningsområde (art 2.2). Ett institut ska ansöka om registrering enligt KviF för att kunna erkännas som externt ratinginstitut enligt kapitaltäckningsreglerna i enlighet med bestämmelserna i del 2 i bil VI till direktiv 2006/48/EG, såvida det inte enbart utfärdar undantagna kreditbetyg (art 2.3). Vissa institut och företag får i ”rättsligt reglerade sammanhang”⁶⁹ enbart använda sig av kreditbetyg som är utfärdade av kreditvärderingsinstitut som är etablerade inom unionen och registrerade i enlighet med förordningen (art 4.1).⁷⁰

3.2 Registreringen

För att ett institut ska registreras ska det uppfylla vissa villkor. Registreringen är tillgänglig för juridiska personer etablerade inom EU. Registreringen får verkan inom hela EU:s territorium så snart registreringsbeslutet har utfärdats av den behöriga myndigheten i hemmedlemsstaten och fått verkan enligt relevant nationell lagstiftning. Det registrerade institutet ska fortlöpande uppfylla villkoren för den ursprungliga registreringen. Kreditvärderingsinstitutet ska utan otillbörligt dröjsmål underrätta myndigheterna om materiella ändringar avseende villkoren för den ursprungliga registreringen, inklusive varje etablering eller avveckling av en filial inom EU (art 14). Registreringsansökan lämnas in till Europeiska värdepapperstillsynskommittén (”CESR”). Ansökan ska innehålla uppgifter om de förhållanden som anges i bil II (art 15.1). Ansökan ska granskas enligt art 16 och 17, som bl a föreskriver vissa frister och regler om samarbete mellan myndigheterna. För att en ansökan om registrering ska beviljas krävs att de behöriga myndigheter som särskilt berörs av beslutet och som är medlemmar i ett särskilt *tillsynskollegium* är överens om detta (art 16.7 2 st; art 17.7 2 st). Om den behöriga myndigheten i hemmedlemsstaten vägrar att registrera kreditvärderingsinstitutet ska den i beslutet lämna en fullständig motivering till beslutet (art 18).

3.3 Organisatoriska och operativa krav

I KviF:s avd II och bil I finns bestämmelser om vilka organisatoriska och operativa krav som ställs på registrerade kreditvärderingsinstitut. För att upprätt-

⁶⁹ Detta definieras som ”användning av kreditbetyg för det specifika ändamålet att följa en bestämmelse i gemenskapslagstiftningen, såsom den genomförs i medlemsstaternas nationella lagstiftning” (art 3.1(g)).

⁷⁰ Art 4.1 ska tillämpas fr o m 2010-12-07 (art 41).

hålla kreditbetygens integritet föreskrivs att instituten ska vidta alla nödvändiga åtgärder för att se till att kreditbetygen inte har påverkats av någon faktisk förekommande eller möjlig⁷¹ intressekonflikt eller affärsrelation som berör det utfärdande kreditvärderingsinstitutet, dess ledning, kreditanalytiker, anställda och andra fysiska personer vars tjänster står till institutets förfogande eller under dess kontroll eller någon person som direkt eller indirekt är knuten till det genom kontroll. För att säkerställa att detta iakttas ska varje institut uppfylla de närmare kraven i avs A och B i bil I (med vissa undantag) (art 6). Det har uttalats oro för att maktförhållandena mellan beslutsfattarna inom ett kreditvärderingsinstitut kan motverka en verkligt oberoende prövning av kreditbetygen. Eftersom omröstningen i t ex en styrelse eller kreditvärderingskommitté vanligen inte är hemlig, kan de svagare ledamöterna rösta i enlighet med vad som gynnar den egna positionen inom organisationen snarare än vad som vore rätt mht kreditbetyget.⁷² Av detta skäl och (enligt recit (29)) för att säkerställa att kreditvärderingsprocessen inte påverkas av institutets kommersiella företagsintressen, krävs enligt avs A.1 i bil I att minst en tredjedel och minst två av ledamöterna i styrelsen i ett kreditvärderingsinstitut ska vara oberoende ledamöter, som inte direkt medverkar i kreditvärderingsverksamheten. Ersättningen till de oberoende ledamöterna i styrelsen ska inte vara kopplad till institutets affärsmässiga resultat och ha en sådan konstruktion att den säkerställer att deras bedömningar är oberoende. Förordnandet av de oberoende ledamöterna i styrelsen ska avse en på förhand överenskommen period som inte överstiger fem år och inte kan förnyas. De oberoende ledamöterna i styrelsen får vidare endast avsättas på grund av tjänstefel eller otillräcklighet i tjänsten. Detta krav skulle kunna orsaka problem i mindre länder som t ex de nordiska länderna, där ”utbudet” av personer med erforderlig erfarenhet och som även i övrigt är lämpliga för uppdraget av rent demografiska skäl kan befaras vara begränsat, inte minst som faktum att en lämplig person inte kan bli återvald innebär att ständigt nya personer skulle behöva tillkomma. I praktiken blir sannolikt problemet inte så stort, eftersom en stor tillväxt av inhemska kreditvärderingsinstitut knappast är att vänta (i synnerhet inte efter införandet av KviF).

KviF ställer också krav på personalen hos kreditvärderingsinstitut. Institutet ska se till att kreditvärderingsanalytiker, deras anställda och andra fysiska personer vars tjänster ställts till förfogande för kreditvärderingsinsti-

⁷¹ Det är oklart hur en *potentiell* (”möjlig”) intressekonflikt – som alltså ännu inte har aktualiserats – skulle kunna påverka kreditbetygen. Det är lättare att se hur en potentiell affärsmöjlighet – som redan har aktualiserats som en *affärsmöjlighet* – kan ha en sådan påverkan. En potentiell intressekonflikt skulle kunna spela en roll om den har aktualiserats som ett hinder för en affärsmöjlighet.

⁷² *Fight* 2001 s 107. Se även *Akerlof & Shiller* 2009 s 170.

tuten eller som står under deras kontroll och som direkt medverkar i kreditvärderingsverksamheten har ”tillfredsställande kunskaper och erfarenhet för de uppgifter de tilldelas”. Dessa personer ska inte tillåtas inleda eller delta i förhandlingar om avgifter eller betalningar med någon kreditvärderad enhet, dess anknutna tredje part eller personer som direkt eller indirekt är knutna till den kreditvärderade enheten genom kontroll. De uppräknade personerna ska vidare uppfylla de närmare specificerade kraven i avsnitt C i bil I. Långvariga relationer med samma kreditvärderade enheter eller deras anknutna tredje parter anses kunna komma att inverka negativt på oberoendet hos kreditvärderingsanalytiker och hos de personer som godkänner kreditbetygen (recit 33). Institutet ska därför upprätta ett ”lämpligt system” för gradvis rotation för kreditanalytiker och personer som beslutar om kreditbetyg enligt avsnitt C i bil I. Detta rotationssystem ska fungera så att enskilda personer ersätts successivt och inte hela team samtidigt. Den bedömning som görs av kreditvärderingsanalytiker och personer som godkänner kreditbetyg med avseende på deras prestationer och ersättningsnivåer får inte vara beroende av de intäkter som institutet får från kreditvärderade enheter eller anknutna tredje parter (art 7).

3.4 Kreditbetygen

I syfte att garantera kvaliteten hos kreditvärderingsinstitutens framtidsprognoser innehåller KviF regler om institutens metoder, modeller och grundläggande antaganden. Kreditbetygen bör vara välgrundade och ordentligt motiverade för att undvika kompromisser vid kreditvärderingen (recit 24). Enligt art 8 ska institutet offentliggöra de metoder, modeller och grundläggande antaganden som det använder i sin kreditvärderingsverksamhet enligt särskilda regler i KviF. Institutet ska anta, införa och tillämpa ”lämpliga åtgärder” för att se till att de kreditbetyg det utfärdar bygger på ”en genomgripande analys av all den information som är tillgänglig för institutet och som är relevant för dess analys inom ramen för dess värderingsmetoder”. Det ska vidta alla nödvändiga åtgärder och förfaranden för att se till att den information det använder för utfärdandet av kreditbetyg är av ”tillfredsställande kvalitet” och kommer från ”tillförlitliga källor”. I detta syfte bör ett institut bland annat kunna utnyttja finansiella rapporter, som granskats av oberoende revisorer, och offentliga underrättelser, kontroller genomförda av ansedda tredje parter, egen granskning av ett slumpmässigt urval av den mottagna informationen eller avtalsbestämmelser som klart föreskriver ansvar för den kreditvärderade enheten eller dess anknutna tredje parter om information lämnas enligt avtalet i medvetande om att den är materiellt felaktig eller vilseledande, eller om den kreditvärderade enheten eller dess anknutna tredje parter inte genomför

en rimlig *due diligence* när det gäller att kontrollera korrektheten i informationen i enlighet med avtalsvillkoren (recit 35).

Enligt samma artikel ska kreditvärderingsinstituten använda värderingsmetoder som är ”rigorösa, systematiska, konsekventa och som valideras på grundval av historiska erfarenheter, inklusive utfallstest”. Använder ett institut ett befintligt kreditbetyg som utfärdats av ett annat kreditvärderingsinstitut beträffande underliggande tillgångar eller strukturerade finansiella instrument, får det inte vägra att utfärda ett kreditbetyg av en enhet eller ett finansiellt instrument med hänvisning till att en del av enheten eller det finansiella instrumentet tidigare har värderats av ett annat kreditvärderingsinstitut. Institutet ska dokumentera alla tillfällen då de under kreditvärderingsprocessen avviker från befintliga kreditbetyg som utarbetats av något annat kreditvärderingsinstitut i fråga om underliggande tillgångar eller strukturerade finansiella instrument och därvid ange motiven till denna avvikande bedömning. Institutet ska vidare bevaka sina kreditbetyg och se över dem och sina värderingsmetoder fortlöpande och minst en gång om året, särskilt när det sker väsentliga förändringar som kan ha en inverkan på kreditbetyget. Institutet ska upprätta interna rutiner för att bevaka hur kreditbetygen påverkas av ändringar i den makroekonomiska utvecklingen eller av ändrade förhållanden på de finansiella marknaderna. När ett institut ändrar de metoder, modeller eller grundläggande antaganden som används för kreditvärderingsverksamheten, ska det (a) omedelbart, med samma kommunikationsmedium som användes för distributionen av de berörda kreditbetygen, upplysa om i vilken omfattning kreditbetygen förväntas påverkas; (b) snarast möjligt och senast inom 6 månader efter ändringen se över de berörda kreditbetygen samt under mellantiden hålla dessa kreditbetyg under observation; och (c) ompröva alla kreditbetyg som bygger på metoder, modeller eller grundläggande antaganden som berörs av ändringen om det efter översynen visar sig att den totala kombinerade effekten av ändringarna påverkar dessa kreditbetyg.

Kreditvärderingsinstituten ska göra information om sina historiska resultat, inbegripet hur ofta kreditbetygen ändrats, och tidigare utfärdade kreditbetyg och ändringar av dessa tillgänglig i CESR:s centrala arkiv. Institutet ska lämna information till arkivet i standardiserad form; CESR ska göra informationen tillgänglig för allmänheten och årligen offentliggöra en sammanfattning av information de huvudsakliga observerade utvecklingstendenserna (art 11).

Ett registrerat kreditvärderingsinstitut kan i sin tur godkänna ett kreditbetyg som utfärdats av ett kreditvärderingsinstitut i tredjeland. För att ett sådant betyg ska få godkännas krävs bl a att kreditvärderingsverksamheten som ledde fram till betyget helt eller delvis utförts av det godkännande institutet eller av institut som tillhör samma grupp, att institutet i tredjeland uppfyller krav

som är minst lika stränga som de som uppställs i KviF och att det finns möjligheter att utöva tillsyn över kreditvärderingsinstitutet i tredjeland (art 4.3).⁷³ Ett sådant godkänt kreditbetyg anses motsvara ett kreditbetyg som utfärdats av ett kreditvärderingsinstitut som är etablerat inom EU och registrerat i enlighet med KviF (art 4.4). Under vissa förutsättningar får kreditbetyg som utfärdats av kreditvärderingsinstitut i tredjeland användas i rättsligt reglerade sammanhang utan att det godkänts av ett registrerat kreditvärderingsinstitut (art 5). För det krävs dock bl a att Europeiska kommissionen genom ett beslut om likvärdighet erkänt att de rättsliga och tillsynsmässiga ramarna i tredjelandet är likvärdiga med kraven i förordningen och att institutet efter ansökan beviljats certifiering enligt art 5.

Kreditbetyg enligt KviF är privilegierade på det sättet att kreditinstitut, värdepappersinstitut, försäkringsföretag och fondföretag i rättsligt reglerade sammanhang endast får använda kreditbetyg som utfärdats av kreditvärderingsinstitut som är etablerade inom EU och registrerade i enlighet med KviF (art 4.1).

4. Tillsyn och sanktioner

4.1 Behörig myndighet och utrymmet för nationella regler

FI är behörig myndighet (2 § KviL).⁷⁴ Eftersom FI är den myndighet som i övrigt övervakar aktörerna på finansmarknaderna (och i synnerhet har att hantera områden som båda särskilt starkt påverkas av kreditvärderingsbetygen) har det varit naturligt att utse FI till behörig myndighet också inom detta område (prop 2009/10:217 s 14). KviF innehåller bestämmelser om de behöriga myndigheternas uppgifter och befogenheter som till stora delar överensstämmer med andra rättsakter inom den finansiella sektorn (prop 2009/10:217 s 43 f).

I KviF regleras vilka tillsynsåtgärder som får vidtas av de behöriga myndigheterna och vilket förfarande som ska föregå ett beslut om en tillsynsåtgärd. Den praktiska tillsynen kommer alltså att till stor del ligga hos de nationella myndigheterna, i Sverige således FI (men se nedan om de föreslagna ändringarna). KviF förutsätter således att vissa nationella regler införs avseende sanktioner. KviF lämnar också visst utrymme för nationell reglering av t ex den

⁷³ Styckena (f)–(h) i art 4.3 ska tillämpas fr o m 2011-06-07 (art 41).

⁷⁴ Här anges den behöriga myndigheten i lag. Det vanliga är annars att lagen anger att Regeringen ska utse myndigheten genom regeringsförordning. Trots KviL:s bestämmelse om FI som behörig myndighet sade Regeringen att "Regeringen har [...] den 14 april 2010 beslutat att utse FI som behörig myndighet genom ändringar i förordningen (2009:93) med instruktion för FI" (prop 2009/10:217 s 14).

behöriga myndighetens befogenheter. Den nationella regleringen har i Sverige i huvudsak samlats i KviL. En utgångspunkt i lagstiftningsärendet har varit att de nya bestämmelser som införs i möjligaste mån ska utformas på liknande sätt som redan gällande finansiell lagstiftning, om inte särskilda skäl talar emot det (prop 2009/10:217 s 14). Denna utgångspunkt ligger väl i linje med strävandena att minska splittringen av den finansiella näringsrättsliga lagstiftningen.⁷⁵

Kommissionen har i ett utkast till ändringar i KviF föreslagit att tillsynen över kreditvärderingsinstituterna ska föras över till den nybildade Europeiska värdepappers- och marknadsmyndighetens ("EVM") från de nationella myndigheterna.⁷⁶ Kommissionen menar att de svagheter som uppdragats under finanskrisen kan åtgärdas på EU-nivå där ett system skapas som ligger i linje med målet en stabil inre marknad för finansiella tjänster i EU och där denna EVM ges de tillsynsbefogenheter som krävs för registrering och tillsyn av kreditvärderingsinstitut. Den traditionella uppdelningen mellan behörig myndighet i hemmedlemsstaten och andra behöriga myndigheter ansågs inte vara en hållbar lösning för tillsynen av kreditvärderingsinstitut, till följd av den globala karaktär kreditbetygen har vilka används i hela EU. När KviF antogs, ansågs en mer konsoliderad tillsyn av kreditvärderingsbranschen vara mer ändamålsenlig. Emellertid var den då gällande lagstiftningen inte adekvat för att inrätta en sådan struktur. Genom upprättandet av EVM skapades ett regelverk som anses ge denna myndighet tillsynsbefogenheter som krävs för registrering och tillsyn av kreditvärderingsinstitut (KOM(2010) 289 slutlig s 4).

Behöriga myndigheter ska behålla tillsynsansvaret för hur kreditbetyg används av övervakade enheter, som använder dessa kreditbetyg i rättsligt reglerade sammanhang. De nationella myndigheterna har bäst möjlighet att granska hur de övervakade enheterna använder kreditbetyg i sin löpande verksamhet och att vid behov vidta åtgärder. Nationella tillsynsmyndigheter måste också bidra till EVM:s tillsynsverksamhet, genom att svara för allt informationsutbyte och samarbete som kan krävas när den myndigheten utövar sina övervaknings- och tillämpningsbefogenheter. De kommer att kunna begära

⁷⁵ J Perkins, "The Morality of Commercial Lawmaking" *Butterworth's Journal of International Banking and Finance Law* 2005 s 456; D Hanqvist, "Näringsrättens splittring – exemplet med de finansiella marknaderna" FT 2006 s 23; prop. 2006/07:5 s 320; prop. 2009/10:220 s 75; och Advokatsamfundets remissyttranden i Fi2005/6495, Fi2006/2506, Fi2006/3480, Ju2008/10607/L2 och Fi2009/7173.

⁷⁶ Förslag till Europaparlamentets och Rådets förordning om om ändring av förordning (EG) nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut, KOM(2010) 289 slutlig, 2010/0160 (COD). Behovet av och alternativ till de föreslagna ändringarna i KviF diskuteras i det ovan nämnda Arbetsdokumentet från Kommissionen.

att EVM granskar om villkoren är uppfyllda för återkallande av ett kreditvärderingsinstituts registrering och begära att myndigheten bedömer om användningen av instituts kreditbetyg bör upphävas, som de anser utgöra ett allvarligt och varaktigt brott mot KviF. Om det av effektivitetsskäl är nödvändigt eller lämpligt måste EVM kunna få begära hjälp av en behörig tillsynsmyndighet på nationell nivå. Behöriga myndigheter bör bistå, när EVM gör utredningar och kontroller på plats. EVM får också delegera särskilda tillsynsuppgifter till behöriga nationella myndigheter, exempelvis när tillsynsätgärder måste vidtas på kreditvärderingsinstituts avlägsna kontor eller när det krävs kunskap och kännedom om lokala förhållanden, inklusive kunskaper i språk. Uppgifter bör delegeras för att undvika orimliga kostnader för EVM och de kontrollerade instituten. Till uppgifter som kan delegeras hör genomförande av särskilda utredningar och platskontroller, bedömningar av registreringsansökningar men även uppgifter som tillhör den löpande tillsynen. Delegering av uppgifter kommer inte att påverka EVM:s ansvar för att ge instruktioner till den myndighet som den delegerar en uppgift till. EVM bör också i riktlinjer ange på vilka områden den tänker utnyttja sin delegeringsbefogenhet, inklusive vilket delegeringsförfarande som bör tillämpas och vilka ersättningar som bör lämnas till en behörig myndighet för att utföra uppgifterna (s 7).

Som en nödvändig del av sina tillsynsbefogenheter får EVM föreslå kommissionen att besluta om att *vite* ska betalas. Denna tvingande åtgärd syftar till att (i) en överträdelse ska upphöra, (ii) fullständig och korrekt information som EVM har begärt ska lämnas, och (iii) kreditvärderingsinstitut och andra personer ska underkasta sig en utredning. EVM får också föreslå kommissionen att besluta om böter, vid medvetna brott eller försummelser mot vissa bestämmelser i KviF som förtecknas i bilaga III. Närmare kriterier för fastställandet av bötesbelopp och bötesförfarandet kommer att anges i en delegerad akt. Förutom att föreslå påföljder ska EVM också ges befogenhet att vidta tillsynsätgärder, om ett kreditvärderingsinstitut har brutit mot KviF. Till sådana åtgärder hör tillfälliga förbud mot att utfärda kreditbetyg och upphävande av användningen av berörda kreditbetyg tills överträdelsen har upphört. Som ultimativ åtgärd får EVM återkalla ett kreditvärderingsinstituts registrering. Dessutom har EVM befogenhet att kräva att kreditvärderingsinstitut upphör med en överträdelse och utfärdar offentliga underrättelser. I enlighet med proportionalitetsprincipen ska dessa åtgärder bara vidtas, om beslut om påföljd eller strängare tillsynsätgärd inte är motiverad (s 8). Böterna sägs uttryckligen ha ”administrativ karaktär” (art 36b i förslaget). Gemenskapsdomstolen ska få obegränsad behörighet att pröva beslut genom vilka Kommissionen har fastställt böter eller viten. Domstolen får undanröja, sänka eller höja böter eller viten som har beslutats (art 36e i förslaget). Det blir en grann-

laga uppgift att klargöra hur EVM:s behörighet och åtgärder förhåller sig till bl a de svenska grundlagarna. Förhållandet till grundlagarna behandlas nämligen i flera avseenden vad beträffar FI i KviL:s förarbeten (se nedan).

4.2 Tillsyn

Enligt art 23 ska de behöriga myndigheterna, i enlighet med nationell lagstiftning, tilldelas alla tillsyns- och undersökningsbefogenheter som de behöver för att utföra sina uppgifter enligt KviF. De behöriga myndigheterna ska, i enlighet med nationell rätt, ha en katalog med uppräknade befogenheter, såsom rätten att begära uppgifter över tele- och datatrafik. Art 23 *förutsätter* således *inte* att nationella lagstiftningsåtgärder vidtas men *medger* en sådan möjlighet om medlemsstaterna anser så vara lämpligt. Artikeln ger således FI rätt att vidta ett antal åtgärder mot företag och enskilda, men FI har ansetts därutöver behöva få tillgång till andra verktyg för att kunna fullgöra sina uppgifter på bästa sätt, t ex möjlighet att meddela vitesföreläggande. Regeringen menade att en rimlig utgångspunkt skulle vara att möjligheterna att kontrollera och ingripa mot kreditvärderingsinstitut vore desamma som de möjligheter FI har att kontrollera och ingripa mot andra institut inom finanssektorn, i den utsträckning detta är förenligt med KviF och inte särskilda skäl talar emot det (prop 2009/10:217 s 16).

För tillsynen över att bestämmelserna i KviF följs, får FI förelägga ett företag eller någon annan att tillhandahålla uppgifter, handlingar eller annat, och den som förväntas kunna lämna upplysningar i saken att inställa sig till förhör på tid och plats som inspektionen bestämmer. Detta gäller inte i den utsträckning uppgiftslämnandet skulle strida mot den i lag reglerade tystnadsplikten för advokater (4 § KviL). Advokater som avkrävs uppgifter kan därmed underlåta att inkomma med sådana ifall det skulle kunna medföra straffrättsligt ansvar för brott mot tystnadsplikt; skyldigheten att inställa sig till förhör innebär inte någon skyldighet att yttra sig vid förhöret, oavsett tystnadsplikt (prop 2009/10:217 s 17; jfr prop 2004/05:142 s 117 f)

Bestämmelserna i 3 kap TF resp 2 kap YGL om anonymitetsskydd och efterforskningsförbud kan också komma att aktualiseras i detta sammanhang, nämligen i sådana fall där kreditvärderingsinstitutet offentliggör kreditbetyg i sådana medier som omfattas av TF eller YGL, t ex i tryckta skrifter eller på hemsidor med grundlagsskydd. Eftersom de behöriga myndigheternas befogenheter enligt KviF ska utövas i enlighet med *nationell* rätt, finns det ett stort utrymme att beakta svenska regler om t ex anonymitetsskydd och efterforskningsförbud. Skyldigheten att tillhandahålla FI information begränsas således av grundlagsregleringen. Någon särskild föreskrift om detta har inte ansetts behövas eftersom det redan skulle följa av principen att grundlag har företräde

framför vanlig lag. Bestämmelserna i den föreslagna lagen ska alltså inte tillämpas om de skulle komma i konflikt med TF eller YGL (prop 2009/10:217 s 17). I praktiken uppstår dock problem med grundlagslojaliteten hos normgivningen bl a inom det finansiella området.⁷⁷ Det är vidare inte helt ovanligt att förvaltningsbeslut efter överklagande upphävs med hänvisning till att det nödvändiga författningsstödet för åtgärden saknas (legalitetsprincipen) (SOU 2010:29 s 145), ibland pga ”myndighetens totala arrogans vad gäller kravet på legalitet” (SOU 2010:29 s 146 med hänvisning till JO 1990/91 s 283). Myndigheterna är inte ”alltid så noga med att söka stöd i lag eller annan författning för sina åtgärder” (SOU 2010:29 s 147). Därför kan kanske erinringar i lagstiftning av lägre rang – med vilka tillämpande myndigheter kan förväntas vara mer bekanta – om grundlagarnas företrädare ändå fylla en funktion (trots slutsatsen i SOU 2010:29 s 147 om att sådana erinringar inte vore meningsfulla). Det följer också av 10:8 KTL att ett institut som ansökt om godkännande som kreditvärderingsföretag är skyldigt att lämna FI de upplysningar om sin verksamhet och därmed sammanhängande omständigheter som FI behöver för att kontrollera om förutsättningarna för ett godkännande är uppfyllda. Det kan nämnas att dokument som lämnas till FI som huvudregel blir *allmän handling*. Uppgifterna i dokumentet kan – och torde ofta – vara skyddade av sekretess enligt offentlighets- och sekretesslagen (2009:400) (”OSL”).

En viktig fråga är vilka personer som kan bli föremål för FI:s olika sanktioner. Av art 23 följer att vissa av de behöriga myndigheternas befogenheter endast får utnyttjas *i förhållande till kreditvärderingsinstitut och andra särskilt angivna enheter, personer och parter*. Denna begränsning skiljer sig från vad som förefaller gälla enligt flera andra EU-rättsakter inom finanssektorn. Eftersom befogenheterna får utnyttjas i förhållande till bl.a. ”personer som på annat sätt har samband med eller är knutna till kreditvärderingsinstitut eller kreditvärderingsverksamhet” innebär artikeln ändå att myndigheterna har stora möjligheter att begära in de uppgifter – t.ex. från aktieägare – som behövs för att de ska kunna fullgöra sina uppgifter. Det har inte ansetts ha framkommit något behov för FI att utnyttja befogenheterna även i förhållande till andra enheter, personer eller parter än de som följer av KviF. Regeringen ansåg inte att det i KviL borde införas något förtydligande av vilka som ingår i denna krets. Ett sådant förtydligande skulle – menade man – riskera att utvidga eller begränsa kretsen i förhållande till vad som följer av KviF (prop 2009/10:217 s 16).

⁷⁷ W Warnling-Nerep, *Sanktionsavgifter – särskilt i näringsverksamhet* (2010) s 130.

Att en behörig myndighet har befogenhet att utföra inspektioner och platskontroller har redan tidigare reglerats i olika lagar och direktiv som omfattar den finansiella sektorn. FI har således befogenhet att inom ramen för sin tillsyn göra undersökningar på plats hos olika företag. FI har också fått en utökad rätt att utföra undersökningar hos företag som fått i uppdrag av ett berört institut eller företag att utföra visst arbete eller vissa funktioner (23:4 VML, 10:4 LIF; 13:6 BFRL). Av BFRL:s förarbetena framgår att Lagrådet, med hänvisning till 2:6 och 10 RF ifrågasatte hur långt möjligheterna att utföra undersökningar sträcker sig (prop 2002/03:139, del 1 s 544 f och del 2 s 151 f). Regeringen, som i det lagstiftningsärendet, gjorde bedömningen att de bestämmelser som infördes var förenliga med RF, anförde att bestämmelserna innebar att FI genom en undersökning på plats kunde inspektera alla aspekter av institutets verksamhet som inspektionen hade tillsyn över. När det gällde möjligheten att göra undersökningar hos den som fått i uppdrag av institutet att driva någon del av institutets rörelse, anförde Regeringen att utvidgningen var kopplad till institutets sätt att driva sin verksamhet och att vad som hade anförts om undersökningar hos kreditinstitut också gäller för uppdragstagarna. Det finns således redan sedan tidigare en uttrycklig rätt för FI att utföra platsundersökningar hos t ex värdepappersinstitut, börser och fondbolag men också hos företag som fått i uppdrag av dessa institut eller företag att utföra visst arbete eller vissa funktioner, om det behövs för tillsynen av institutet eller företaget. Art 23.3 anger dock, till skillnad från andra EUrättsakter, *uttryckligen* vilka företag och personer som befogenheterna gäller i förhållande till. Efter Lagrådets påpekande i samband med lagrådsremissen ansåg Regeringen – liksom Lagrådet – att FI:s befogenhet att genomföra platsundersökningar skulle gälla endast i förhållande till de företag och personer som följer av art 23.3 (prop. 2009/10:217 s 18 f).

FI:s befogenheter i detta avseende gäller således endast i förhållande till kreditvärderingsinstitut, personer som medverkar i kreditvärderingsverksamhet, kreditvärderade enheter och anknutna tredje parter, de tredje parter till vilka instituten ger i uppdrag att utföra vissa uppgifter eller viss verksamhet och andra personer som på annat sätt har samband med eller är knutna till institutet eller kreditvärderingsverksamhet (4 § KviL). FI får genom §:en möjlighet att förelägga ett institut att tillhandahålla t ex olika dokument, kopior av dokument, information om innehållet i yttranden från de oberoende ledamöterna (avs A i bil 1) och ta fram rapporter. Med uttrycket ”uppgiftslämnandet” avses samtliga de upplysningar som FI kan begära att någon lämnar, dvs såväl uppgifter och handlingar som annat (prop 2009/10:217 s 43 f). Till skillnad från vad som anges i t ex Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk) finns det inte i KviF särskilt angivet att

det ska vara fråga om ”befintliga” uppgifter. Det har dock inte framkommit att man i KviF skulle ha velat utöka de behöriga myndigheternas befogenheter jämfört med vad som följer av andra EU-rättsakter inom finanssektorn (prop. 2009/10:217 s 20).

FI får när det är nödvändigt genomföra en undersökning *på plats* hos kreditvärderingsinstitut och de andra nämnda parterna (5 § KviL). Exempelvis kan det bli nödvändigt för FI att studera rutiner på plats. Art. 23.3 c har inte tolkats som att den också innefattar en rätt för FI att göra inspektioner i bostadsutrymmen och utrymmen med endast privat eller övervägande privat användningsområde. (prop 2009/10:217 s 19, 44; jfr prop 2004/05:142 s 118 f). Denna tolkning har motiverats av att det inte angetts att rätten att utföra inspektioner ska avse varje plats och en sådan bestämning finns beträffande andra befogenheter. För en sådan tolkning talar även den engelska versionen av EU-rättsakterna där det anges att den behöriga myndigheten ska ha befogenhet att utföra ”on-site inspections”. Enligt Regeringens mening borde motsvarande tolkning göras avseende KviL (prop 2009/10:217 s 19). Regeringen ansåg inte att det fanns anledning att ge FI rätt att använda tvångsmedel för att genomföra platsundersökningar (prop 2009/10:217 s 19; jfr prop 2004/05:158 s 135).

Enligt artikel 23.3 d ska den behöriga myndigheten vidare ha rätt att begära uppgifter över tele- och datatrafik. FI:s rätt att anmoda ett företag eller någon annan att tillhandahålla uppgifter, handlingar eller annat har tidigare ansetts innefatta en rätt att begära in uppgifter om befintlig tele- och datatrafik (prop 2004/05:142 s 120; prop 2006/07:115 s 494 f). FI skulle alltså i vissa fall ha rätt att begära in sådana uppgifter. Denna rätt har kompletterats med föreskrifter om att vissa telefonsamtal ska spelas in och arkiveras (t ex i 21:1 och 3 FI:s föreskrifter (FFFS 2007:16) om värdepappersrörelse). I förarbetena till VML (prop 2006/07:115 s 494 f) diskuterades hur den tystnadsplikt som gäller enligt lagen (2003:389) om elektronisk kommunikation förhåller sig till FI:s rätt att begära ut uppgifter om tele- och datatrafik. Regeringen ansåg i det lagstiftningsärendet att det bakomliggande direktivets krav på att den behöriga myndigheten ska kunna begära in uppgifter om tele- och datatrafik var uppfyllda i och med den rätt FI har att begära uppgifter från de tillståndspliktiga företagen (jfr kammarrättens i Stockholm dom 2006-09-28, mål nr 4514-06). Det saknades enligt Regeringen skäl att göra någon annan bedömning beträffande kreditvärderingsinstitutet (prop. 2009/10:217 s 19).

4.3 Tillsynsåtgärder

Kreditvärderingsinstitutet har inte sedan tidigare stått under FI:s tillsyn och FI har därför haft begränsade möjligheter att ingripa mot dem. Beträffande

institut som ansöker om godkännande som kreditvärderingsföretag enligt KTL har dock FI haft möjlighet att avslå ansökan om institutet inte uppfyller t ex lagens krav på objektivitet (prop. 2009/10:217 s 21). Genom KviF och KviL utökas FI:s befogenheter betydligt i detta avseende. KviF skiljer mellan "tillsynsåtgärder", som regleras i art 24 och 25, och "sanktioner", som regleras i art 36 och nationell rätt. Terminologin ter sig främmande för svenska förhållanden. Exempelvis återfinns återkallelse av registrering bland "tillsynsåtgärderna" och inte bland "sanktionerna". För svenska förhållanden hade det varit naturligare att betrakta informationsinhämtandet och platskontrollerna som "tillsynsåtgärder". Gränsen mellan de båda påföljdstyperna torde böra dras så att "tillsynsåtgärder" betecknar påföljder enligt KviF, medan "sanktioner" betecknar påföljder enligt KviL.

Konstaterar den behöriga myndigheten i hemmedlemsstaten att ett registrerat kreditvärderingsinstitut bryter mot de skyldigheter som följer av KviF, kan myndigheten ingripa genom olika *tillsynsåtgärder* enligt art 24 och 25, t ex att återkalla en registrering och tillfälligt förbjuda ett institut att utfärda kreditbetyg. *Huvudansvaret* för tillsynen av ett kreditvärderingsinstitut ligger på den behöriga myndigheten i hemmedlemsstaten – oavsett var verksamheten bedrivs. Den behöriga myndigheten i hemmedlemsstaten ges därför större möjligheter att ingripa än övriga behöriga myndigheter. Det är t ex enbart den behöriga myndigheten i hemmedlemsstaten som kan besluta om återkallelse av en registrering och tillfälligt förbjuda institutet att utfärda kreditbetyg. Den allvarligaste åtgärden är återkallelse av institutets registrering. Enligt KviF ska den behöriga myndigheten i hemmedlemsstaten återkalla ett instituts registrering när det föreligger skäl för detta. I övriga fall är det upp till de behöriga myndigheterna att avgöra om och hur ett ingripande ska ske. För FI:s del gäller att tillsynsåtgärderna inte kan vidtas i den mån dessa åtgärder skulle komma i konflikt med TF eller YGL. Grundlagsregleringen innebär nämligen att överträdelser på det grundlagsskyddade området kan beivras endast i de fall och i den ordning som anges i dessa grundlagar (1:3 TF resp 1:4 YGL).

Enligt art 20 ska *återkallelse* av registrering ske om kreditvärderingsinstitutet: uttryckligen avstår från registreringen eller inte har utfärdat några kreditbetyg under de senaste 6 månaderna; har beviljats registrering efter att ha lämnat falska uppgifter eller på något annat sätt ha använt otillbörliga metoder; inte längre uppfyller de villkor som gällde för registreringen; allvarligt eller upprepade gånger har överträtt bestämmelserna i KviF om villkoren för verksamheten. Det kan diskuteras huruvida art 24.1 a lämnar utrymme för återkallelse även i andra fall än de som anges i art 20. Enligt art 24.1 får nämligen den behöriga myndigheten i hemmedlemsstaten vidta vissa uppräknade tillsynsåtgärder, inkl beslut om återkallelse. Enligt art 24.3 ska myndigheten

innan den vidtar en tillsynsåtgärd följa ett visst förfarande som i viss mån skiljer sig från det förfarande som ska följas vid återkallelse enligt art 20. Slutligen anges i art 24.3 att den artikeln ska tillämpas utan att det påverkar tillämpningen av art 20. Av recit 58 framgår att återkallelse bör ske i de fall där åtgärden står i proportion till underlåtelsen att uppfylla skyldigheterna enligt KviF. Om det skulle finnas ytterligare möjligheter att besluta om återkallelse framstår hänvisningen till art 20 som missvisande. Ett beslut om återkallelse kan inte heller anses proportionerligt om inte någon av förutsättningarna i art 20 är uppfyllda. En konsekvens av att det skulle finnas möjlighet att återkalla en registrering även i andra fall än de som anges i art 20 skulle bli att återkallelse i så fall skulle ske efter det förfarande som anges i art 24. Förfarandet enligt art 24 innehåller andra tidsfrister än det förfarande som följer av art 20. Att olika tidsfrister skulle gälla inför beslut om återkallelse framstår – som Regeringen har påpekat – varken som logiskt eller konsekvent (prop 2009/10:217 s 21). Regeringen menade därför att art 24 bör tolkas på så sätt att den behöriga myndigheten i hemmedlemsstaten *endast* kan besluta om återkallelse om någon av förutsättningarna i art 20 är uppfyllda och efter det förfarande som anges där (prop 2009/10:217 s 22). Ett beslut om återkallelse får enligt art 20.4 omedelbar verkan inom hela EU; under en övergångsperiod får kreditbetyg från det berörda kreditvärderingsinstitutet dock användas i rättsligt reglerade sammanhang.

Konstaterar den behöriga myndigheten i hemmedlemsstaten ett registrerat kreditvärderingsinstitut bryter mot de skyldigheter som följer av KviF, kan *den tillfälligt förbjuda institutet att utfärda kreditbetyg* (art 24.1 b) eller *tillfälligt upphäva användningen i rättsligt reglerade sammanhang av kreditbetyg* som utfärdats av det institutet (art 24.1 c). Sådana beslut får verkan inom hela EU. Ett beslut om tillfälligt upphävande av användningen av kreditbetyg i rättsligt reglerade sammanhang får verkan först efter en övergångsperiod (art 24.2). Av recit 58 framgår att ett beslut om tillfälligt upphävande av användningen av kreditbetyg i rättsligt reglerade sammanhang endast bör vidtas i de fall åtgärden står i proportion till överträdelsen.

Art 25 reglerar vilka tillsynsåtgärder en *annan* behörig myndighet än den i hemmedlemsstaten får vidta då ett registrerat kreditvärderingsinstitut – vars kreditbetyg används inom dess territorium – bryter mot sina skyldigheter enligt KviF. Myndigheten får enligt artikeln utfärda *offentliga underrättelser, överlämna ärenden till åtal till behöriga nationella myndigheter, tillfälligt upphäva användningen av kreditbetyg* utgivna av institutet i rättsligt reglerade sammanhang av de institut som närmare anges i KviF och som har säte i denna medlemsstat samt begära att *kollegiet granskar* om det är nödvändigt att vidta andra tillsynsåtgärder. Myndigheten har slutligen en rätt att anta *andra lämpliga åtgärder* för att säkerställa att institutet fortsätter att iakttä rättsliga

krav inom dess jurisdiktion. Det finns dock en förpliktelse att på lämpligt sätt beakta de åtgärder som vidtagits eller planeras av den behöriga myndigheten i hemmedlemsstaten.

4.4 Sanktioner och rättsmedel

Eftersom kreditvärderingsinstitutet inte tidigare har stått under FI:s tillsyn, har myndigheten inte getts några befogenheter att ingripa med sanktioner mot dem. Inom andra områden inom finansmarknaden finns sådana möjligheter, vilka nu alltså har utsträckts också till kreditvärderingsinstitutet. Medlemsstaterna är enligt art 36 skyldiga att fastställa regler om *sanktioner*. Sanktionerna ska vara effektiva, proportionella och avskräckande. Det föreskrivs också att den behöriga myndigheten, med vissa undantag, ska offentliggöra varje sanktion som har beslutats. Av recit 66 följer att det är upp till medlemsstaterna att avgöra om sanktionerna ska vara administrativa eller straffrättsliga.⁷⁸

Har ett kreditvärderingsinstitut åsidosatt sina skyldigheter enligt KviF, får FI besluta om *anmärkning* (8 § KviL). Anmärkning kan användas när ett institut begått en överträdelse som inte är tillräckligt allvarlig för ett beslut om återkallelse. Genom anmärkningen markerar FI att en överträdelse har skett. FI kan i stället välja att t ex förelägga institutet att upphöra med ett visst beteende. Vid val av åtgärd bör FI beakta hur allvarlig överträdelsen är och vilka konsekvenser åtgärden får. FI bör välja det alternativ som bedöms mest verkningfullt i det enskilda fallet (prop 2009/10:217 s 23).

Har ett kreditvärderingsinstitut åsidosatt sina skyldigheter enligt KviF får FI, utöver vad som följer av 4 och 5 §§ KviL samt art 24, förelägga institutet att inom viss tid *vidta en viss åtgärd* för att komma till rätta med situationen eller att låta bli att verkställa ett beslut (6 § KviL).⁷⁹ FI:s möjlighet att ingripa mot kreditvärderingsinstitutet genom olika *förelägganden* är alternativ till ett beslut om anmärkning (prop 2009/10:217 s 24). Ett föreläggande att vidta en viss åtgärd kan innebära såväl att något som institutet redan gjort ska ändras, som att en åtgärd som inte tidigare utförts ska vidtas (prop 2009/10:217

⁷⁸ Valet mellan administrativa och straffrättsliga sanktioner inom den kommersiella förvaltningsrätten diskuteras i *Warning-Nerep* 2010 avs 3.1.3.

⁷⁹ I t ex VML finns också en möjlighet att meddela *varning* i allvarliga fall. Varning är dock tänkt att tillgripas när förutsättningar för återkallelse i och för sig föreligger men en varning i det enskilda fallet framstår som en tillräcklig åtgärd (prop 2006/07:115 s 499). I förevarande sammanhang saknas emellertid enligt Regeringen utrymme att ge FI möjlighet att meddela varning, eftersom återkallelse enligt art 20 ska ske när förutsättningar för det föreligger (prop 2009/10:217 s 23). Argumentet övertygar kanske inte, eftersom ju varning i KviL mycket väl kunde införas utan koppling till återkallelse som en självständig sanktionstyp i KviL.

s 23). Möjligheten att förelägga ett institut att låta bli att verkställa ett beslut torde främst bli aktuellt avseende beslut som fattats på hög nivå i institutets organisation, t.ex. av styrelsen. För att ett beslut ska kunna träffas av en sådan åtgärd måste det vara tillräckligt formaliserat. FI är dock inte förhindrade att också ingripa mot andra beslut än de som är direkt fattade av styrelsen eller stämman (prop 2009/10:217 s 24). Hur FI ska ingripa avgörs i första hand av hur allvarlig överträdelsen är men också av vilken åtgärd som är mest verkningfull i det enskilda fallet. FI kan t.ex. som ”en viss åtgärd” komma att förelägga ett institut att förstärka styrformer eller begränsa institutets möjlighet att ingå en viss typ av avtal (prop 2009/10:217 s 44). Om FI beslutar ett föreläggande enligt KviL, får FI förena föreläggandet med vite (7 § KviL). FI har dock inte rätt att döma ut ett förelagt vite, utan får enligt allmänna regler ansöka vid förvaltningsrätt om att vitet ska dömas ut (prop 2009/10:217 s 44 f).⁸⁰

FI kan t ex enligt VML och BFRL kombinera ett beslut om anmärkning eller varning med en straffavgift resp särskild avgift. Möjligheten att besluta om en sådan avgift motiveras bl a av att en överträdelse inte blir omedelbart ekonomiskt kännbar förrän företaget får betala någon form av avgift (prop 2006/07:115 s 507 f som hänvisar till prop 2002/03:139 s 386 f).⁸¹ Om FI har beslutat om anmärkning får FI därför även avseende ett kreditvärderingsinstitut besluta om en *straffavgift* (9 § KviL). FI *måste* inte besluta om en straffavgift utan *får* göra så när den bedömer att en anmärkning i sig inte är en tillräcklig åtgärd. Det har inte uppställts något krav på oaktsamhet eller uppsåt hos ansvariga företrädare för institutet. Det agerande eller den försummelse som föranlett anmärkningen torde dock som regel innehålla något av dessa moment (prop 2009/10:217 s 45; jfr prop 2006/07:115 s 639 f). Förelägganden kan inte förenas med straffavgift; i stället får vite användas (prop 2009/10:217 s 45).

Redan beslutet om anmärkning ska ses som en allvarlig reprimand. Straffavgiften avser samma agerande som det som föranledde anmärkningen och utgör en gradering av hur allvarlig överträdelsen är. Regeringen ansåg det därför rimligt att FI skulle behöva vända sig till domstol för att få straffavgiften utdömd utan får själv fastställa hur stor avgiften ska vara i det enskilda fallet (prop 2009/10:217 s 26; jfr t ex prop 2006/07:115 s 508). Straffavgiften ska uppgå till lägst 5 000 kr och högst 50 miljoner kr. Avgiften får inte överstiga

⁸⁰ Bestämmelser om vite finns i lagen (1985:206) om vite.

⁸¹ Det existerande systemet med sanktionsavgifter av olika slag inom den kommersiella förvaltningsrätten diskuteras kritiskt i *Warnling-Nerep* 2010. Införandet av sådana avgifter för kreditvärderingsinstitut har skett utan någon utvärdering av de övriga exempel som redan finns. Istället förefaller man ha utgått ifrån att det existerande systemet är oproblemiskt.

10 % av kreditvärderingsinstitutets omsättning närmast föregående räkenskapsår. Kopplingen till omsättningen motiveras av att en avgift som upplevs som avskräckande för ett mindre institut med måttlig omsättning kan framstå som i det närmaste obetydlig för ett annat institut med omfattande ekonomiska resurser (prop 2009/10:217 s 26). Har överträdelsen skett under det första verksamhetsåret eller om uppgifter om omsättningen annars saknas eller är bristfälliga, får omsättningen uppskattas. När straffavgiftens storlek fastställs, ska särskild hänsyn tas till hur allvarig den överträdelse är som föranlett anmärkningen och hur länge överträdelsen har pågått (10 § KviL). Hänsyn kan tas även till andra omständigheter t ex de konsekvenser avgiften får för institutet. En straffavgift tjänar inte sitt syfte om avgiften innebär att ett institut eller ett företag riskerar att inte kunna fortsätta sin verksamhet (prop 2009/10:217 s 45; jfr prop 2006/07:115 s 641). Enligt 3:1 1 st 6 UB får en förvaltningsmyndighets beslut verkställas om det finns en särskild föreskrift om detta. För att FI:s beslut om straffavgift ska kunna verkställas utan domstolsförfarande stadgas därför (prop 2009/10:217 s 45) att FI:s beslut om straffavgift får verkställas enligt UB:s bestämmelser, om avgiften inte har betalats inom 30 dagar efter det att beslutet om den har vunnit laga kraft eller den längre tid som anges i beslutet (11 f §§ KviL). Betalas inte straffavgiften inom denna tid ska FI lämna den obetalda avgiften för indrivning enligt lagen (1993:891) om indrivning av statliga fordringar mm (13 § KviL).

FI:s beslut enligt KviL eller KviF får överklagas hos allmän förvaltningsdomstol. Prövningstillstånd krävs vid överklagande till kammarrätten. FI får bestämma att ett beslut ska gälla omedelbart, om annat inte följer av KviF (16 § KviL). Beträffande rättsmedlen görs alltså ingen skillnad mellan ”tillsynsåtgärder” och ”sanktioner”.

4.5 Internationellt samarbete

Medlemsstaternas behöriga myndigheter har enligt art 26 en allmän skyldighet att samarbeta med varandra. Samarbetet kan ske genom utbyte av information, genom bistånd vid platskontroller eller utredningar, genom delegering av uppgifter samt genom deltagande i olika kollegier. Medlemsstaternas behöriga myndigheter har en skyldighet att samarbeta med varandra och i vissa fall även med tillsynsmyndigheter utanför EU. Samarbetet mellan de behöriga myndigheterna ska ske genom utbyte av information, bistånd vid platskontroller eller utredningar, möjlighet till delegering av uppgifter samt genom deltagande i olika kollegier. Kollegierna består av den behöriga myndigheten i hemmedlemsstaten och andra behöriga myndigheter som väljer att bli medlemmar och som har viss närmare anknytning till det berörda kreditvärderingsinstitutet. Även de behöriga myndigheter som inte är medlemmar

i kollegiet får delta i möten eller verksamheter inom kollegiet. Inom kollegiet ska det utses en kontaktperson som ska vara ordförande för kollegiets möten, samordna dess verksamhet och säkerställa ett effektivt informationsutbyte. CESR har en samordnande roll. CESR ska lämna råd till de behöriga myndigheterna och utfärda vägledning om bl.a. registreringsprocessen och tillsynskollegiernas operativa funktioner samt årligen offentliggöra rapporter om tillämpningen av förordningen. CESR ska vidare upprätta en *medlingsmekanism* för att nå samsyn i kollegierna och samarbeta med tillsynskommittéerna på bank- och försäkringsområdet.

Tystnadsplikt gäller för bl a de personer som arbetar för CESR och de behöriga myndigheterna (art 23; en motsvarande tystnadsplikt följer av 2:1 OSL). Det finns också begränsningar för i vilken omfattning information som mottages från andra behöriga myndigheter får lämnas ut. Avtal om informationsutbyte med behöriga myndigheter i tredjeland förutsätter att den utlämnade informationen också omfattas av garantier om tystnadsplikt.

Begär en behörig myndighet i en annan medlemsstat bistånd beträffande platskontroller eller utredningar, får FI vidta de åtgärder som följer av art 28 (3 § KviL). FI kan då välja att t ex själv utföra kontrollen eller låta den behöriga myndighet som lämnat begäran själv göra det. FI kan också utse revisorer eller andra sakkunniga för att utföra kontrollen eller utredningen (prop 2009/10:217 s 43). Beträffande FI:s möjlighet att *lämna ut* uppgifter till utländska myndigheter kan det inledningsvis konstateras att det till stor del handlar om sådana uppgifter för vilka sekretess gäller enligt 30:4 OSL. En svensk myndighets möjlighet att lämna ut uppgifter som omfattas av sekretess till en utländsk myndighet regleras i 8:3 samma lag. Uppgift som är sekretessbelagd enligt OSL får enligt bestämmelsen inte lämnas ut till utländsk myndighet eller mellanfolklig organisation i andra fall än då utlämnandet sker i enlighet med föreskrift i lag eller förordning eller då uppgiften i motsvarande fall skulle få lämnas ut till svensk myndighet och det enligt den utlämnande myndighetens prövning står klart att det är förenligt med svenska intressen att uppgiften lämnas till den utländska myndigheten eller mellanfolkliga organisationen. Bestämmelsen ger FI goda möjligheter att i tillsynsarbetet lämna ut handlingar och uppgifter till behöriga utländska myndigheter (prop. 2009/10:217 s 27 f; jfr prop 1992/93:89 s 135, prop. 1999/00:94 s 57, prop 2006/07:5 s 350).

Beträffande FI:s möjligheter att *hämta in* information från utländska myndigheter och organ och bibehålla eventuell sekretess gäller enligt 30:7 1 st första meningen OSL sekretess hos en statlig myndighet i verksamhet som bl a består i tillståndsgivning eller tillsyn med avseende på bank- och kreditväsendet i den utsträckning *Riksdagen* har godkänt avtal om detta med en annan stat eller en mellanfolklig organisation för uppgift om affärs- eller driftsförhåll-

landen och ekonomiska eller personliga förhållanden som myndigheten har fått enligt avtalet. I begreppet "avtal" ingår bl a rättsakter *som gäller till följd av Sveriges medlemskap i EU* (prop 2006/07:110 s 38 och 41, prop 2006/07:5 s 350 och RÅ 2007:45). Sekretess gäller så information som FI tar emot från utländska myndigheter och som inte får lämnas ut enligt KviF. Ingår däremot FI i framtiden avtal med tredjeland om informationsutbyte kan det diskuteras om Riksdagen verkligen godkänt detta avtal. Enligt 30:7 1 st andra meningen OSL gäller dock sekretess även för sådana uppgifter som FI har fått från en utländsk myndighet enligt något annat avtal, om Regeringen meddelar föreskrifter om det. I 8 § offentlighets- och sekretessförordningen (2009:641) anges de myndigheter och organ som FI träffat avtal med och vars uppgifter omfattas av sekretess. Avser FI att ingå ett avtal om informationsutbyte med en behörig myndighet i tredjeland, bör därför FI anmäla detta till Finansdepartementet för att Regeringen ska kunna meddela föreskrifter om att sekretess ska gälla för de uppgifter som FI får enligt avtalet (prop. 2009/10:217 s 27).

En behörig myndighet begära bistånd av en behörig myndighet i en annan medlemsstat för platskontroller eller utredningar (art 28). Den behöriga myndighet som tar emot en sådan begäran ska antingen själv utföra platskontrollen eller utredningen, låta den behöriga myndighet som lämnat begäran delta i platskontrollen eller utredningen, låta den behöriga myndighet som lämnat begäran själv utföra platskontrollen eller utredningen, utse revisorer eller andra sakkunniga för att utföra platskontrollen eller utredningen eller samverka med övriga behöriga myndigheter vid utförandet av vissa tillsynsuppgifter. Enligt KviF ska den behöriga myndigheten (i Sverige alltså FI) ha möjlighet att överlämna en förvaltningsuppgift som innefattar myndighetsutövning till en annan behörig myndighet. Av 11:6 RF framgår att en förvaltningsuppgift kan överlämnas till olika organ och enskilda individer. Innefattar uppgiften myndighetsutövning, ska det enligt samma bestämmelse ske med stöd av lag. Enligt 10:5 4 st RF kan Riksdagen överlämna förvaltningsuppgifter till olika utländska organ. Riksdagen får enligt nämnda bestämmelse i lag bemyndiga Regeringen eller annan myndighet att i särskilda fall besluta om sådan överlåtelse. Innefattar uppgiften myndighetsutövning ska Riksdagen fatta beslutet med kvalificerad majoritet eller i den ordning som gäller för stiftande av grundlag. Det kan vidare nämnas att 13:7 2 st BFRL ger behöriga myndigheter inom EES möjlighet att genomföra platsundersökningar i Sverige. Av bestämmelsens förarbeten (prop 2002/03:139 del 1 s 544 f och del 2 s 151) framgår att Lagrådet med hänvisning till 2:6 och 10 RF ifrågasatte dels hur långt möjligheterna att utföra undersökningar sträckte sig, dels att utländska tillsynsmyndigheter skulle ha rätt att företa platsundersökningar i Sverige. Regeringen, som gjorde bedömningen att de bestämmelser som

infördes var förenliga med RE, anförde att eventuella försök att begränsa utlandsmyndighetens befogenheter riskerade att komma i konflikt med Europaparlamentets och rådets direktiv 2006/48/EG av den 14 juni 2006 om rätten att starta och driva verksamhet i kreditinstitut. Regeringen gjorde inte någon annan bedömning i detta lagstiftningsärende (prop. 2009/10:217 s 29).

