



Bruxelles, den 19.10.2016
COM(2016) 664 final

RAPPORT FRA KOMMISSIONEN TIL EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET

om alternativer til eksterne kreditvurderinger, situationen på kreditvurderingsmarkedet, konkurrence og governance i kreditvurderingssektoren, situationen på markedet for kreditvurdering af strukturerede finansielle instrumenter og muligheden for etablering af et europæisk kreditvurderingsinstitut

Indholdsfortegnelse

INDLEDNING	3
I. Risiko for overdreven afhængighed af eksterne kreditvurderinger og tilgængelige alternativer	4
1. Overdreven afhængighed af eksterne kreditvurderinger	4
2. Tilgængelige alternativer til eksterne kreditvurderinger	6
II. Markedet for kreditvurderinger og vurdering af bestemmelser i CRA-forordningen til fremme af konkurrencen på kreditvurderingsmarkedet ..	9
1. Analyse af markedet for kreditvurderingsbureauer	9
2. Virkning og vurdering af CRA-forordningen hvad angår konkurrencen	15
III. Virkning og vurdering af bestemmelserne i CRA-forordningen vedrørende governance	18
1. Interessekonflikter	19
2. Bestemmelser vedrørende strukturerede finansielle instrumenter og eventuel udvidelse til også at omfatte andre finansielle produkter	20
3. Alternative vederlagsmodeller	21
IV. Hensigtsmæssigheden af og muligheden for at støtte et europæisk kreditvurderingsinstitut	22
KONKLUSION	22

INDLEDNING

Denne rapport imødekommer en række rapporteringsforpligtelser som fastsat i forordning (EF) nr. 1060/2009 om kreditvurderingsbureauer (CRA-forordningen), som ændret¹. I rapporten:

- undersøges især henvisningerne til eksterne kreditvurderinger i EU-lovgivningen og i private kontrakter mellem parterne på de finansielle markeder. Den vurderer også potentielle alternativer til de eksterne kreditvurderinger, der i dag anvendes af markedsdeltagere i hele EU (**Afsnit I**);²
- vurderes virkningen og effektiviteten af CRA-forordningens foranstaltninger med hensyn til konkurrencen i kreditvurderingssektoren (**Afsnit II**);³
- evalueres virkningen af CRA-forordningen på kreditvurderingsbureauernes governance og interne procedurer, især forebyggelse af interessekonflikter og anvendelse af alternative vederlagsmodeller. I rapporten undersøges også bestemmelserne om strukturerede finansielle instrumenter (SFI'er) og deres mulige udvidelse til også at omfatte andre aktivklasser (**Afsnit III**);⁴
- overvejes muligheden for oprettelse af et europæisk kreditvurderingsbureau til vurdering af statsgæld og en europæisk kreditvurderingsfond til alle andre kreditvurderinger (**Afsnit IV**).⁵

I denne rapport vurderes bl.a. mange af de centrale bestemmelser, der er indført i den seneste ændring af CRA-forordningen. Den er baseret på teknisk rådgivning fra Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA) om i videst muligt omfang at undgå udelukkende og mekanisk at være afhængig af eksterne kreditvurderinger⁶, på undersøgelsen udført af ICF Consulting Services om mulighederne for alternativer til kreditvurderinger⁷, på ESMA's tekniske rådgivning om konkurrence, valgmuligheder og interessekonflikter i kreditvurderingssektoren⁸

¹ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EF) nr. 1060/2009 af 16. september 2009 om kreditvurderingsbureauer (EUT L 302 af 17.11.2009) som ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 513/2011 af 11. maj 2011 (EUT L 145 af 31.5.2011), Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2011/61/EU af 8. juni 2011 (EUT L 174 af 1.7.2011), Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 462/2013 af 21. maj 2013 (EUT L 146 af 31.5.2013) og Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/51/EU af 16. april 2014 (EUT L 153 af 22.5.2014).

² Artikel 39b, stk. 1, i CRA-forordningen.

³ Artikel 39, stk. 4 og 5, i CRA-forordningen.

⁴ Artikel 39, stk. 4 og 5, i CRA-forordningen.

⁵ Artikel 39b, stk. 2, i CRA-forordningen.

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

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

⁸ ESMA/2015/1472 – ESMA Technical Advice on competition, choice and conflicts of interest in the credit rating industry – publikationen findes på adressen

og på den undersøgelse, som Europe Economics har udført om situationen på kreditvurderingsmarkedet⁹. Der er blevet gennemført en omfattende høring af aktørerne gennem workshopper, spørgeskemaer og interviews under udarbejdelsen af den tekniske rådgivning og undersøgelserne¹⁰.

I. Risiko for overdreven afhængighed af eksterne kreditvurderinger og tilgængelige alternativer

1. Overdreven afhængighed af eksterne kreditvurderinger

Den internationale reaktion på den globale finanskrisen omfattede bestræbelser på at begrænse afhængigheden af eksterne kreditvurderinger, og navnlig på at "*begrænse den for den finansielle stabilitet skadelige flokadfærd og de såkaldte cliff-effekter, som i øjeblikket opstår, fordi de af kreditvurderingsbureauer anvendte tærskelværdier forankres i love, bestemmelser og markedspraksis*"¹¹. EU har reageret på disse bestræbelser, bl.a. ved at vedtage lovgivningsmæssige ændringer (se nedenfor). Det er dog stadig nødvendigt at undersøge, i hvilket omfang de tilbageværende henvisninger til eksterne kreditvurderinger i EU-lovgivningen kan udløse overdreven afhængighed. Derudover kan overdreven afhængighed også opstå, hvis markedsdeltagere i private kontrakter anvender eksterne kreditvurderinger.

En række EU-retsakter på området finansielle tjenesteydelser henviser til anvendelsen af eksterne kreditvurderinger. Nogle af disse (FAIF-direktivet¹², UCITS-direktivet¹³ og IORP-direktivet¹⁴) blev ændret ved direktiv 2013/14/EU¹⁵, hvorved der blev indført yderligere bestemmelser for administrationsselskaber eller investeringsselskaber for investeringsinstitutter og forvaltere af AIF'er, som fastlægger, at der skal anvendes risikostyringsprocesser, som i videst muligt omfang forhindrer, at man udelukkende og mekanisk er afhængig af eksterne

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2015-1472_technical_advice_on_competition_choice_and_conflicts_of_int.pdf.

⁹ MARKT/2014/257/F4/ST/OP-LOT2 findes på adressen http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/index_en.htm.

¹⁰ For yderligere oplysninger se s. 5 i ESMA's publikation *Technical Advice on reducing sole and mechanistic reliance on external credit ratings*, s. 5 ff. i ICF-undersøgelsen, s. 10 i ESMA's publikation *Technical Advice on competition, choice and conflict of interest in the credit rating industry*, s. 7 i Europe Economics-undersøgelsen.

¹¹ Jf. især s. 1 i Rådet for Finansiell Stabilitets (FSB) *Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*, der findes på http://www.fsb.org/2010/10/r_101027/. Jf. også FSB's *Roadmap for Reducing Reliance on CRA Ratings*, der findes på http://www.fsb.org/2012/11/r_121105b/.

¹² Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2011/61/EU af 8. juni 2011 om forvaltere af alternative investeringsfonde og om ændring af direktiv 2003/41/EF og 2009/65/EF samt forordning (EF) nr. 1060/2009 og (EU) nr. 1095/2010.

¹³ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/65/EF af 13. juli 2009 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) (omarbejdning).

¹⁴ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/41/EF af 3. juni 2003 om arbejdsmarkedsrelaterede pensionskassers aktiviteter og tilsynet hermed.

¹⁵ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2013/14/EU af 21. maj 2013 om ændring af direktiv 2003/41/EF om arbejdsmarkedsrelaterede pensionskassers aktiviteter og tilsynet hermed, direktiv 2009/65/EF om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) og direktiv 2011/61/EU om forvaltere af alternative investeringsfonde, for så vidt angår overdreven afhængighed af kreditvurderinger.

kreditvurderinger. Formålet var at undgå overdreven afhængighed af kreditvurderinger ved måling af kreditrisiko. En af disse bestemmelser, der blev indført ved direktiv 2013/14/EU, var kravet om at sikre, at de kompetente myndigheder fører tilsyn med, om kreditvurderingsprocesserne er tilstrækkelige.

EMIR-forordningen¹⁶, der er lovgivningen om centrale modparter (CCP'er), tillader vurderinger, der er foretaget af kreditvurderingsbureauer, for at fastlægge risikoniveauet, men kræver ikke og tilskynder heller ikke nødvendigvis CCP'er til at gøre det. Hvis der anvendes eksterne kreditvurderinger, skal CCP'erne fremlægge en form for modanalyse eller supplere deres vurdering med deres egen analyse.

Kapitalkravsforordningen (CRR)¹⁷ og kapitalkravsdirektivet (CRD IV)¹⁸ indeholder flere bestemmelser, der giver mulighed for forskellig behandling af risici i forbindelse med en eksponering, alt efter om disse eksponeringer er kreditvurderede eller ej¹⁹. Som følge heraf kan kapitalkrav i forbindelse med en eksponering variere betydeligt, alt efter om denne eksponering er kreditvurderet eller ej af et kreditvurderingsbureau og alt efter kreditvurderingen.²⁰ Baselkomitéen for Banktilsyn (BCBS) er i gang med at revidere standardmetoden for kreditrisiko og har undersøgt forskellige alternativer til erstatning af eksterne kreditvurderinger.²¹ Komitéen foreslår at opretholde henvisninger til eksterne kreditvurderinger og supplere deres anvendelse med bankernes procedurer for fornøden omhu samt styrke kravene til anvendelsen af eksterne kreditvurderinger med henblik på at sikre, at bankerne anvender deres egne procedurer for fornøden omhu og intern risikostyring og ikke mekanisk stoler på eksterne kreditvurderinger.

En lignende mekanisme anvendes af Solvens II²², der indebærer forskellige risikoovervejelser, afhængigt af om der foreligger en ekstern kreditvurdering eller ej (og hvilken kreditvurdering en sådan eksponering har fået tildelt). For at afbøde risikoen for overdreven afhængighed af kreditvurderinger fastlægges det i Solvens II, at forsikrings- og genforsikringsselskaber, når de anvender eksterne kreditvurderinger ved beregningen af de forsikringsmæssige hensættelser og solvenskapitalkravet, som led i deres risikostyring skal vurdere hensigtsmæssigheden af disse eksterne

¹⁶ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 648/2012 af 4. juli 2012 om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre.

¹⁷ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 575/2013 af 26. juni 2013 om tilsynsmæssige krav til kreditinstitutter og investeringsselskaber og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012.

¹⁸ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2013/36/EU af 26. juni 2013 om adgang til at udøve virksomhed som kreditinstitut og om tilsyn med kreditinstitutter og investeringsselskaber, om ændring af direktiv 2002/87/EF og om ophævelse af direktiv 2006/48/EF og 2006/49/EF.

¹⁹ Metoden er i retsaksen angivet som "standardmetoden" og er i dag den mest almindeligt anvendte metode for banker i henhold til kapitalkravsforordningen og kapitalkravsdirektivet.

²⁰ Hvis et kreditvurderingsbureaus kreditvurdering er til rådighed, f.eks. i tilfælde af eksponeringer mod selskaber, og eksponeringen får den højeste kreditvurdering (f.eks. AAA), er den anvendte risikovægtning således 20 %. Banken vil derfor skulle have et kapitalgrundlag svarende til 20 % af eksponeringens værdi. Hvis der imidlertid ikke foreligger en kreditvurdering, vil den risikovægtning, der skal anvendes, være på mindst 100 %.

²¹ Baselkomitéen for Banktilsyn, andet høringsdokument vedrørende "Standards Revisions to the Standardised Approach for credit risk", udsendt med henblik på kommentarer inden 11. marts 2016, december 2015, findes på <http://www.bis.org/bcbs/publ/d347.htm>.

²² Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/138/EF af 25. november 2009 om adgang til og udøvelse af forsikrings- og genforsikringsvirksomhed.

kreditvurderinger, idet de så vidt muligt benytter yderligere vurderinger for ikke automatisk at blive afhængige af eksterne vurderinger²³. Desuden fastsætter den delegerede retsakt om Solvens II²⁴ nærmere regler for brugen af eksterne kreditvurderinger, f.eks. kravet om at fremlægge interne kreditvurderinger i forbindelse med større eller mere komplekse eksponeringer, hvilket også bidrager til at mindske risikoen for overdreven afhængighed.

Selv om der findes regler, der i videst muligt omfang skal forhindre, at man udelukkende og mekanisk er afhængig af eksterne kreditvurderinger, kan anvendelsen af kreditvurderinger på kritiske områder inden for CRR og Solvens II, særlig de regler, der vedrører beregning af kapitalgrundlag eller solvenskrav, skabe et incitament for finansielle institutioner og forsikringsselskaber til at basere sig på kreditvurderinger fra kreditvurderingsbureauer. Kommissionen vil derfor fortsætte med at overvåge virkningen af disse krav og give input til relevante organer, såsom Baselkomitéen, for at mindske risikoen for overdreven afhængighed af kreditvurderinger i tilsynsreglerne for kreditinstitutter og forsikringsselskaber.

En undgåelse af overdreven afhængighed af kontraktmæssige henvisninger kan opnås ved hjælp af forbud eller yderligere krav om offentliggørelse. Medens sidstnævnte ikke forekommer at være egnet i forbindelse med kreditvurderingsudløsere som følge af investeringspolitikker eller retningslinjer, udgør førstnævnte imidlertid en begrænsning af aftalefriheden og vil nødvendigvis skulle begrundes i tvingende almene hensyn. Under alle omstændigheder bør henvisninger til kreditvurderinger ikke af en ledelse bruges som undskyldning for ikke at anvende sin egen procedure for fornøden omhu, inden der træffes investeringsbeslutninger. Kommissionen vil fortsat overvåge markedspraksis for at identificere eventuelle risici på grund af kontraktmæssig overdreven afhængighed af eksterne kreditvurderinger.

2. Tilgængelige alternativer til eksterne kreditvurderinger

De vigtigste tilgængelige alternativer til eksterne kreditvurderinger er den markedsbaserede måling af kreditrisiko, interne værktøjer til evaluering af kreditrisici og tredjeparters vurderinger.

Den markedsbaserede måling (f.eks. default swap spreads og oplysninger om kursfastsættelse på obligationer) er objektiv og gennemsigtig for så vidt angår tilgængelighed og giver mulighed for at tildele et givet aktiv en specifik risikovægtning. Den kan anvendes til at vurdere sandsynligheden for en misligholdelsesrisiko for en bred vifte af forskellige aktivklasser, f.eks. statsgæld, virksomhedsgæld og strukturerede produkter. Disse måleværktøjer kan imidlertid være underlagt betydelige begrænsninger. De to største risici, som ESMA og ICF-undersøgelsen har udpeget, er disse måleværktøjers høje volatilitet og deres manglende evne til at udtrykke mere nuancerede angivelser af risici forbundet med en

²³ Artikel 44, stk. 4a i Solvens II og Kommissionens gennemførelsesforordning (EU) 2015/2015 af 11. november 2015 om gennemførelsesmæssige tekniske standarder vedrørende procedurerne for vurderingen af eksterne kreditvurderinger i overensstemmelse med Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/138/EF (EUT L 295 af 12.11.2015, s.16).

²⁴ Artikel 3-6 i Kommissionens delegerede forordning (EU) 2015/35 af 10. oktober 2014 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/138/EF om adgang til og udøvelse af forsikrings- og genforsikringsvirksomhed (Solvens II).

investering. Især er markedsbaserede målinger udsat for risiko for manipulation dvs. risikoen for, at markedsdeltagerne strategisk påvirker priserne for at generere og udnytte en lovgivningsmæssig konsekvens.

Interne værktøjer til evaluering af kreditrisici anvendes som et værktøj til evaluering i tilsynsmæssig henseende, navnlig til beregning af kapitalkrav inden for Basel III-rammen og kapitalkravsforordningen (særligt i henhold til metoden med interne kreditvurderinger (IRB-metoden)) og inden for Solvens II-rammen for forsikringsselskaber. Der er større sandsynlighed for, at interne metoder giver et korrekt billede af risikoprofilen for en bestemt låntager eller sikkerhed og kan tilpasses til den enkelte markedsdeltagers behov. De kan eventuelt også anvendes i forbindelse med alle kategorier af finansielle instrumenter og investeringer.

Den væsentligste ulempe ved at anvende de interne modeller til kreditvurdering som alternativer til eksterne kreditvurderinger er de dermed forbundne høje omkostninger. Disse omfatter omkostninger til udvikling af analytiske værktøjer og indsamling af data — herunder eventuelt adgang til databaser med relevante finansielle oplysninger mod betaling— samt ansættelse af kvalificeret personale, der skal foretage det analyse-mæssige skøn, samt validering og kvalitetskontrol af modellerne.

Endvidere giver interne metoder til evaluering af kreditrisici måske ikke den samme grad af sammenlignelighed som eksterne kreditvurderinger, når det drejer sig om forskellige kontrakttyper, hvorimod kreditvurderingsbureauerne objektivt og klart definerer, hvad der er et acceptabelt risikoniveau (ved hjælp af standardiserede klassificeringssystemer, som f.eks. AAA/AA osv.).

Derudover sikrer de heller ikke en høj grad af gennemsigtighed over for markedet. Dette skyldes hovedsageligt, at disse modeller ikke er offentligt tilgængelige, og der er et objektivt problem med hensyn til deres standardisering, eftersom de subjektive risikofaktorer og den forretningsmodel, der er taget i betragtning ved udførelsen af de interne vurderinger, varierer fra den ene markedsaktør til den anden. De kan derfor anses for at være nyttige for den enkelte investor, der foretager analysen, men de giver ikke markedet et klart billede af og udsigterne for visse produkter såsom statslige papirer.

Tredjeparters vurderinger udføres af parter, der ikke er involveret i investeringen. Eksempler herpå er regnskabsbaserede målinger, OECD's klassificering af landerisiko, centralbankernes scoring-systemer og private virksomheders scoring-systemer, som er baseret på computermodeller.

i. Regnskabsbaserede målinger

Regnskabsbaserede målinger kan give nyttige og let sammenlignelige oplysninger om grundlæggende økonomiske nøgletal, som kan være en hjælp til at vurdere kreditværdigheden i forbindelse med en investering. De er dog også behæftet med en række væsentlige begrænsninger og kan ikke betragtes som et fuldgyldigt alternativ til eksterne kreditvurderinger. En af ulemperne ved regnskabsbaserede målinger er, at selv om de dækker alle virksomhedernes aktivklasser, er de ikke relevante for statsgæld og for mange af de strukturerede produkter. Desuden er adgangen til oplysninger som fremhævet af nogle af de aktører, der blev interviewet i forbindelse

med ICF-undersøgelsen, stadig problematisk, da regnskabsbaserede målinger i nogle lande måske stadigvæk ikke er let tilgængelige for ikke-børsnoterede virksomheder på grund af lavere eller ikke harmoniserede regnskabsstandarder eller forpligtelser.

Endvidere er det nødvendigt med særlige kompetencer samt sektorspecifik erfaring for effektivt at benytte disse værktøjer og opnå pålidelige vurderinger. Fortolkning og skøn spiller en central rolle i forbindelse med regnskabsbaserede målinger, navnlig når der er brug for sammenligninger. Eksempelvis kan forskellige analytikere anvende forskellige tal for samme virksomhed, hvilket igen kan føre til forskellige resultater. Dette er ikke i sig selv et negativt aspekt, men det betyder, at det uden tilstrækkelig ekspertise og viden om sammenhængen kan være vanskeligt at fortolke tallene.

ii. OECD's klassificering af landerisiko

OECD's klassificeringer af landerisiko indebærer større geografisk dækning end eksterne kreditvurderinger, og de relevante data er desuden offentligt tilgængelige. OECD's vurderinger har imidlertid et snævert fokus og tager kun hensyn til specifikke risikokategorier (politiske risici og andre dermed direkte forbundne), samtidig med at de undlader at medtage andre relevante økonomiske risikoindekatorer, der potentielt kunne være nyttige for investorer og investeringsbeslutninger. Derfor kan OECD's klassificeringer af landerisiko anses for at være et egnet værktøj til vurderingen af visse former for risici. Selv om de har visse begrænsninger, kan de være et godt supplement og et muligt middel til verifikation af eksterne kreditvurderinger af statsgæld.

iii. Centralbankernes scoring-systemer

Centrale kreditregistre og centrale regnskabsdatabaser er relevante eksempler på scoring-systemer, som enten ejes eller forvaltes af centralbankerne. De centrale kreditregistre og centrale regnskabsdatabaser anvendes i vid udstrækning på virksomhedsgældsinstrumenter, men deres geografiske og sektorielle dækning varierer fra land til land afhængigt af parametre som f.eks. anerkendelse af instrumenterne som sikkerhed for pengepolitiske operationer. Den største ulempe ved de centrale kreditregistre og de centrale regnskabsdatabaser er deres begrænsede dækning for så vidt angår land og aktivklasse samt deres begrænsede adgang til data. De finder også begrænset anvendelse på virksomhedsgæld, og deres dækning af ikke-finansielle virksomheder i visse lande er ubetydelig. Scoring-systemer kan være et vigtigt værktøj for mindre virksomheder, da de gør det muligt at opnå en kreditvurdering billigere (sammenlignet med kreditvurderinger fra kreditvurderingsbureauer). Dog synes scoring-systemer ikke fuldt ud tilstrækkelige, når det drejer sig om at være et realistisk og fuldstændigt alternativ til det eksterne kreditvurderingssystem, men bør snarere anvendes som en nyttig supplerende kilde til oplysninger om et finansielt produkts kreditværdighed.

Den tekniske analyse, der blev gennemført i forbindelse med udarbejdelsen af denne rapport, viser, at der i øjeblikket ikke findes anvendelige alternativer på markedet til helt at erstatte eksterne kreditvurderinger. Nogle af de ovennævnte værktøjer og målinger kan til en vis grad anses for gyldige erstatninger for kreditvurderingsbureauernes vurderinger, men medfører betydelige omkostninger,

som især kan være uoverkommelige for mindre aktører på de finansielle markeder. Andre værktøjer kan kun anvendes som et supplement til kreditvurderingsbureauernes vurderinger. Kun få af EU's lovgivningsmæssige bestemmelser, der vedrører eksterne kreditvurderinger - såsom de relevante bestemmelser i CRR/CRD IV og i Solvens II - kan skabe et incitament for finansielle institutioner og forsikringsselskaber til at basere sig på vurderinger fra kreditvurderingsbureauer, hvilket er grunden til, at den yderligere overvågning bør koncentrere sig om disse to regelsæt.

II. Markedet for kreditvurderinger og vurdering af bestemmelser i CRA-forordningen til fremme af konkurrencen på kreditvurderingsmarkedet

1. Analyse af markedet for kreditvurderingsbureauer

Den aktuelle situation på markedet

Kreditvurderingssektoren domineres for øjeblikket af tre amerikanske firmaer (S&P, Moody's og Fitch), med en global geografisk dækning af ²⁵ alle aktivklasser (erhvervsobligationer, statsobligationer, strukturerede finansielle instrumenter og dækkede obligationer²⁶, (se også tabel 1) og en kumulativ markedsandel af indtægter på ca. 92 % i EU (tabel 2)²⁷. Selv om der er dukket nye virksomheder op på det europæiske kreditvurderingsmarked - som i øjeblikket består af 26 registrerede og 4 godkendte kreditvurderingsbureauer ²⁸ - udsteder de fleste af de mindre kreditvurderingsbureauer vurderinger af et begrænset sæt aktivklasser og har begrænsede grænseoverskridende aktiviteter og begrænset geografisk dækning.

²⁵ For så vidt angår udstederens eller det kreditvurderede instruments geografiske tilhørsforhold.

²⁶ Se kategorier af aktivklasser i CEREP-databasen.

²⁷ Markedsandelene er beregnet ud fra regnskaberne for 2014.

²⁸ Jf. ajourført liste over registrerede og godkendte kreditvurderingsbureauer, som findes på <https://www.esma.europa.eu/supervision/credit-rating-agencies/risk>.

Tabel 1: Kategorier af kreditvurderinger udstedt af kreditvurderingsbureauer, der er registreret i EU 2011-2015 (kilde ESMA, CEREP)

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

Forklaring:

FI	Selskabseksponeringer — finansielle	SN	Overnationale eksponeringer
IN	Selskabseksponeringer — forsikring	SF	Struktureret finansiering
CO	Selskabseksponeringer — Ikke finansielle	CB	Covered Bonds (dækkede obligationer)
SV	Stater		Ikke registreret
SS	Lokale og regionale myndigheder		
PE	Offentlige enheder		

Tabel 2: Beregning af markedsandele på grundlag af omsætningen i 2014 fra kreditvurderingsaktiviteter og accessoriske tjenesteydelser på koncernplan i EU

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

Kilde: ESMA

Den oligopolistiske og stærkt koncentrerede struktur i kreditvurderingssektoren — både generelt og for det enkelte produktkategoriniveaus vedkommende — tyder på, at de største kreditvurderingsbureauer, der opererer globalt, i princippet kan anvende deres markedsstyrke til med tiden og med økonomisk fordel at hæve priserne til niveauer over det konkurrencedygtige niveau eller begrænse eller kvaliteten af de leverede tjenesteydelser.

Ethvert kreditvurderingsbureau fungerer som en platform, der tilbyder adgang til et netværk af udstedere og investorer, og hvor udbud og efterspørgsel er indbyrdes

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

³⁰ Registreret med virkning fra den 27. oktober 2015.

³¹ Registreret med virkning fra den 10. juli 2015.

³² Moody's Investors Service Cyprus Ltd, Moody's France S.A.S., Moody's Deutschland GmbH, Moody's Italia S.r.l., Moody's Investors Service España S.A., Moody's Investors Service Ltd og Moody's Investor Service EMEA Ltd.

³³ Registreret med virkning fra den 1. december 2015.

³⁴ Standard & Poor's Credit Market Services France S.A.S., Standard & Poor's Credit Market Services France S.A.S. og Standard & Poor's Credit Market Services Europe Limited.

afhængige: udstedere foretrækker at anvende de kreditvurderingsbureauer, der er anerkendt af det største antal relevante investorer, og investorer ønsker at anvende de kreditvurderingsbureauer, der kan dække flest udstedere og de instrumenter, som disse er interesseret i.

Uanset ændringerne til CRA-forordningen i 2013 er der konstateret en svag stigning i koncentrationen på det samlede marked for kreditvurderingsbureauer, når der tages hensyn til indtægter udelukkende fra kreditvurderingsaktivitet. Målinger af markedsandel på baggrund af de samlede indtægter (indtægter fra både kreditvurderingsaktivitet og accessoriske tjenesteydelser) viser lavere koncentrationsniveauer i forhold til de målinger, der er baseret på indtægter udelukkende fra kreditvurderingsaktivitet. Dog bliver beregningen af markedsandele baseret på de samlede indtægter mere kompliceret på grund af manglen på en alment gyldig definition og behandling af "accessoriske tjenesteydelser". Dette kunne tyde på, at accessoriske tjenesteydelser udgør en vigtig aktivitet for mindre kreditvurderingsbureauer, hvorimod større kreditvurderingsbureauer er mere afhængige af indtægter fra kreditvurderinger. Endvidere er koncentrationen, hvad angår kreditvurderingens art, steget for erhvervsobligationer (det mest koncentrerede marked), mens den er faldet for vurderinger af statsgæld og strukturerede finansielle instrumenter.

De fleste udstedere anvender normalt et eller to kreditvurderingsbureauer frem for en række forskellige, og deres valg er hovedsageligt drevet af, hvorvidt et bestemt kreditvurderingsbureau er accepteret af investorer, tilsynsmyndigheder og centralbanker³⁵. Derudover er der tilsyneladende en stærk præference for kreditvurderingsbureauer, som har en global dækning, hvilket afspejler det forhold, at kreditvurdering har en stærkt omdømmemæssig karakter. Det antages, at valget af kreditvurderingsbureauer derfor i høj grad afhænger af, at deres navn er anerkendt.

Et stærkt koncentreret marked udgør en risiko for den finansielle stabilitet, hvis kreditvurderingsbureauer holder øje med hinandens adfærd og reagerer ved at afgive identiske udtalelser om ustederes kreditværdighed, hvilket kunne ses under den seneste finans- og statsgældskrise.

Hindringer for markedsadgang

Markedsadgang kan hæmmes af tilstedeværelsen af lovgivningsmæssige og markeds-mæssige hindringer.

Hvad angår lovgivningsmæssige hindringer, har medlemmerne af EACRA (European Association of Credit Rating Agencies) udtrykt bekymring over udelukkelsen af de fleste registrerede kreditvurderingsbureauer fra listen over eksterne kreditvurderingsinstitutter (ECAI) i Eurosystemets rammer for kreditvurdering (ECAF) for så vidt angår godkendelse af sikkerhedsstillelse, da dette kan hæmme

³⁵ Som eksempel kan nævnes, at DBRS har fået bedre adgang til markedet, siden ECB besluttede at medtage DBRS på en liste over eksterne kreditvurderingsinstitutter (ECAI'er) i Eurosystemets rammer for kreditvurdering (ECAF).

konkurrencen³⁶. Eksterne kreditvurderingsbureauer skal rent faktisk opfylde en række operationelle kriterier og yde relevant dækning: de skal navnlig opfylde de krav om minimumsdækning, som er fastsat af Eurosystemet med hensyn til kreditvurderede aktiver og udstedere og den kreditvurderede mængde på tværs af relevante aktivklasser og lande i euroområdet. Som følge heraf anerkender ECB i øjeblikket kun kreditvurderingsbureauer af systemisk betydning for det finansielle system som ECAI'er - nemlig S&P, Moody's, Fitch og DBRS - og dette kan begrænse konkurrencen på kreditvurderingsmarkedet. Som påpeget i ESMA's tekniske rådgivning "*er kreditvurderinger fortsat en faktor i forbindelse med visse centralbankers vurdering af sikkerhedsstillelse i EU, som kan have betydelige følgevirkninger for de interne vurderingsprocedurer, som deltagerne på det finansielle marked selv har*". En måde, hvorpå denne hindring for markedsadgangen kan begrænses, kunne være at reducere afhængigheden af kreditvurderinger inden for ECB's europæiske rammer for kreditvurdering (ECAF).

Desuden vedrører nogle af kravene i opfordringen til indsendelse af dokumentation³⁷ efterlevelsescostninger, hvilket udgør endnu en hindring for, at der kommer nye aktører på markedet, især mindre kreditvurderingsbureauer. For at kunne registreres som kreditvurderingsbureau skal virksomhederne påvise, at de overholder kravene i CRA-forordningen. Selv om mindre kreditvurderingsbureauer er undtaget fra nogle af kravene, mener aktører fra erhvervslivet, at de lovgivningsmæssige krav begunstiger de dominerende kreditvurderingsbureauer, da det er meget dyrt for små kreditvurderingsbureauer at opfylde efterlevelsescravene³⁸. I de tilfælde, hvor der er fastsat tærskelværdier, over hvilke supplerende bestemmelser finder anvendelse, opfattes disse som potentielle hindringer for små kreditvurderingsbureauers ekspansion (navnlig i forbindelse med erhvervsobligationer, men også strukturerede finansielle instrumenter). Generelt må man finde en balance mellem forholdsmæssigheden af de standarder, der skal gælde for mindre kreditvurderingsbureauer, og nødvendigheden af at sikre kvaliteten og gennemsigtigheden af de kreditvurderinger, de udsteder.

Kommissionens nylige vedtagelse af gennemførelsesmæssige tekniske standarder vedrørende konvertering af kreditvurderinger fra eksterne kreditvurderingsbureauer³⁹

³⁶ EACRA – positionspapir, reference: *ECB criteria for acceptance of Credit Rating Agencies as ECAI sources for ECAF purposes*, af 26. februar 2016.

³⁷ Høringsdokumentet og resultaterne af opfordringen til indsendelse af dokumentation findes på http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/financial-regulatory-framework-review/index_en.htm.

³⁸ F.eks. et uafhængigt panel bestående af fuldtidsansatte, en fuldtidsansat ansvarlig for compliancefunktionen, krav om rapportering og offentliggørelse, krav om underretning af kreditvurderede enheder inden den formelle offentliggørelse af kreditvurderingerne.

³⁹ Kommissionens gennemførelsesforordning (EU) om gennemførelsesmæssige tekniske standarder vedrørende konvertering af kreditvurderinger fra eksterne kreditvurderingsbureauer med hensyn til kreditrisiko i overensstemmelse med artikel 136, stk. 1 og 3, i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 575/2013. Kommissionens gennemførelsesforordning (EU) om gennemførelsesmæssige tekniske standarder vedrørende fordelingen af kreditvurderinger fra eksterne kreditvurderingsbureauer på en objektiv skala med kreditkvalitetstrin i overensstemmelse med Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/138/EF og Kommissionens gennemførelsesforordning (EU) om gennemførelsesmæssige tekniske standarder vedrørende konvertering af kreditvurderinger fra eksterne

på grundlag af ESA's tekniske rådgivning vil endelig gøre det muligt for europæiske banker og forsikringsselskaber at anvende mindre kreditvurderingsbureauer i forbindelse med kapitalgrundlaget. Denne konvertering af kreditvurderinger kan skabe nogle fremtidige muligheder for at anvende mindre kreditvurderingsbureauer og fremme markedsudviklingen.

Hvad angår hindringerne for markedsdynamikken, er den væsentligste hindring for nye aktører — ud over den omstændighed, at der synes at være utilstrækkelig efterspørgsel efter yderligere kreditvurderingsbureauer — den stærke omdømmemæssige karakter af kreditvurderingsmarkedet. Derfor har nye aktører — der normalt har et lavt eller intet omdømme blandt investorer — svært ved at kompensere for deres manglende historiske baggrund og for deres utilstrækkelige geografiske dækning. Desuden skal nye aktører først etablere et kundegrundlag, der kan medvirke til at overvinde de "netværkseffekter" i branchen, som begunstiger større kreditvurderingsbureauer på bekostning af små kreditvurderingsbureauer, da kreditvurderingerne fra de største kreditvurderingsbureauer letter adgangen til markedet for de kreditvurderede produkter.

Gebyrer

Ved ændringerne til CRA-forordningen i 2013 indførtes der en bestemmelse om, at gebyrer, der opkræves hos kreditvurderingsbureauernes kunder for udstedelse af kreditvurderinger og levering af accessoriske tjenesteydelser, ikke må være diskriminerende og skal være baseret på de faktiske udgifter.

Som reaktion på opfordringen til indsendelsen af dokumentation har nogle forsikringsselskaber fremført, at kreditvurderingsbureauerne synes at opkræve yderligere udgifter hos markedsdeltagerne (op til 80 % mere) for at anvende kreditvurderingsoplysninger i deres indberetning til de nationale kompetente myndigheder, hvilket har ført til en stigning i gennemførelsesomkostningerne for Solvens II (som oplyst af The Association of Mutual Insurers and Insurance Cooperatives in Europe).

I henhold til CRA-forordningen har ESMA beføjelser til at føre tilsyn med kreditvurderingsbureauer for at sikre, at gebyrer, der opkræves hos kunden, ikke er diskriminerende, og at de er baseret på de faktiske udgifter. Kommissionen opfordrer ESMA til at sikre nøje overholdelse af CRA-forordningen for så vidt angår gebyrer, der opkræves hos forsikringsselskaber.

Forventede udviklinger på markedet for kreditvurderingsbureauer

I de kommende år indføres der en række foranstaltninger, der skal øge konkurrencen på markedet for kreditvurderingsbureauer, nemlig den europæiske kreditvurderingsplatform - som vil synliggøre kreditvurderinger udstedt af mindre kreditvurderingsbureauer og øge sammenligneligheden af forskellige kreditvurderingsbureauers kreditvurderinger af samme instrument. De tekniske standarder vedrørende konverteringen af kreditvurderinger fra eksterne

kreditvurderingsbureauer med hensyn til securitisering i overensstemmelse med Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 575/2013.

kreditvurderingsbureauer, der for nylig blev vedtaget inden for rammerne af CRR og Solvens II, har også til formål at sikre en retfærdig behandling af kreditvurderinger udstedt af alle kreditvurderingsbureauer, uafhængigt af deres størrelse, samtidig med at tilsynsmyndighederne kan sikre, at systemisk vigtige kreditvurderingsbureauer er underlagt effektive beskyttelsesforanstaltninger.

2. Virkning og vurdering af CRA-forordningen hvad angår konkurrencen

Hovedformålet med ændringerne til CRA-forordningen i 2013 hvad angår konkurrence er at øge konkurrencen mellem kreditvurderingsbureauer og tilskynde til at anvende mindre kreditvurderingsbureauer. Med disse ændringer indførtes der en obligatorisk dobbelt kreditvurdering af strukturerede finansielle instrumenter (**artikel 8c**), et incitament til at udpege mindst et mindre kreditvurderingsbureau i tilfælde af dobbelt kreditvurdering (**artikel 8d**), generelle og periodiske offentliggørelser (**artikel 11, stk. 2**), og der blev oprettet en europæisk kreditvurderingsplatform (ERP) (**artikel 11, litra a**)).

Artikel 8c

I henhold til artikel 8c skal udstedere anmode om dobbelte kreditvurderinger af strukturerede finansielle instrumenter for at sikre en uafhængig vurdering fra et andet kreditvurderingsbureau.

Denne bestemmelse vil kun kunne påvirke markedet, hvis den anden vurdering offentliggøres eller er kendt af investorerne; i så fald vil investorer og udstedere kunne sammenligne kreditvurderinger af samme finansielle instrument, og som følge heraf vil kreditvurderingsbureauernes omdømmemæssige omkostninger stige, da store forskelle mellem vurderinger fra forskellige kreditvurderingsbureauer kan rejse tvivl om kvaliteten af selve kreditvurderingerne.

Hvis investorerne er klar over, at udstedere er forpligtet til at anmode om endnu en vurdering, vil de muligvis anmode herom, selv om der ikke er noget lovkrav om at offentliggøre denne. Således vil finansielle instrumenter, for hvilke den anden vurdering ikke offentliggøres, kunne opfattes som værende af lavere kvalitet.

Generelt er antallet af kreditvurderede strukturerede finansielle instrumenter steget, hvilket betyder, at udstedere faktisk anmoder om yderligere kreditvurderinger ikke blot fra store kreditvurderingsbureauer — som allerede har vurderet de strukturerede finansielle instrumenter — men også fra små kreditvurderingsbureauer. Denne foranstaltning synes derfor fordelagtig for markedssegmentet for struktureret finansiering.

Artikel 8d

Når en udsteder eller tilknyttet tredjepart har til hensigt at udnævne mindst to kreditvurderingsbureauer til en udstedelse eller enhed, har udstederen eller den tilknyttede tredjepart i henhold til artikel 8d pligt til at overveje at udnævne mindst et kreditvurderingsbureau med en markedsandel på mindre end 10 %, forudsat at udstederen eller den tilknyttede tredjepart anser bureauet for at være kompetent til at vurdere den pågældende udstedelse eller enhed, og at der findes et af disse mindre kreditvurderingsbureauer, der kan udstede en kreditvurdering. Hvis en udsteder eller

en tilknyttet tredjepart ikke har til hensigt at udnævne mindst et mindre kreditvurderingsbureau, skal dette desuden dokumenteres.

Denne foranstaltning er endnu ikke blevet fuldt ud gennemført og håndhævet på nationalt plan. Som følge heraf er det endnu ikke muligt at vurdere virkningen af artikel 8d. Desuden kan antallet af enheder og instrumenter, der har flere kreditvurderinger, endnu ikke identificeres gennem CEREP⁴⁰-databasen (men ERP vil gøre det muligt for investorer at se, hvilke kreditvurderingsbureauer der har udstedt en kreditvurdering af en bestemt enhed eller et bestemt instrument).

Små kreditvurderingsbureauer har måske ikke tilstrækkelig erfaring og et tilstrækkeligt godt omdømme for udstedere til, at de frivilligt vælger dem til at foretage den anden kreditvurdering (og en sådan anden kreditvurdering er ikke obligatorisk, medmindre udstedelsen er en SFI). Virkningen afhænger af, hvorvidt udstedere vil vælge at anmode om den anden kreditvurdering hos et mindre kreditvurderingsbureau, eller om de vil vælge at forklare, hvorfor de ikke gør det.

Desuden kan der være et manglende incitament for enkelte udstedere til at skifte kreditvurderingsbureauer i henhold til "følg eller forklar"-bestemmelsen, eftersom artikel 8d ikke indeholder et bindende krav. For at forbedre effektiviteten af denne bestemmelse har ESMA godkendt mandatet til en midlertidig taskforce om de oplysninger, der skal dokumenteres og rapporteres i forbindelse med udnævnelsen af flere kreditvurderingsbureauer, med henblik på at bistå de kompetente myndigheder i deres tilsynsopgaver i medfør af artikel 8d og 8c i CRA-forordningen⁴¹.

Endelig har anvendelsen og effektiviteten af den beregning af markedsandele, der kræves i artiklen, givet anledning til spørgsmål, fordi den ikke blot beregnes ud fra indtægter fra kreditvurderinger, men også ud fra indtægter fra accessoriske tjenesteydelser. Sådanne beregninger kan også være vildledende på grund af manglen på en klar definition af accessoriske tjenesteydelser. Små kreditvurderingsbureauer og nye aktører anførte, at der var en manglende bevidsthed om gennemførelsen af en sådan artikel og anmodede om, at der på EU- eller på medlemsstatsplan skulle udgives en vejledning.

Artikel 11, stk. 2

I henhold til artikel 11, stk. 2, skal kreditvurderingsbureauer indberette oplysninger om de kreditvurderinger, de udsteder, herunder uopfordrede kreditvurderinger, til ESMA's centrale register (CEREP-databasen). Dette skal ske for at sætte investorer i stand til at sammenligne data mellem kreditvurderingsbureauer og for at give mulighed for at vurdere resultaterne af de kreditvurderinger, der udstedes af de enkelte kreditvurderingsbureauer.

⁴⁰ CEREP-databasen samler oplysninger om kreditvurderinger, der er udstedt af registrerede og godkendte kreditvurderingsbureauer, og om kreditvurderinger, der er godkendt af registrerede kreditvurderingsbureauer, samt om kreditvurderinger, der er udstedt i et tredjeland af kreditvurderingsbureauer, der ikke er godkendt eller registreret i EU, men som tilhører samme concern. Nogle af oplysningerne i CEREP-databasen er offentligt tilgængelige via ESMA's websted.

⁴¹ Se også "spørgsmål og svar", vejledningen og andre ESMA-værktøjer samt et fælles indberetningsskema med tilhørende instruktioner.

Artikel 11, stk. 2, kan være til mere gavn for professionelle investorer end for "godtroende" investorer, da en sammenligning af kreditvurderingsbureauernes resultater stadig kræver tid og ekspertise, selv hvis alle oplysninger er offentligt tilgængelige.

Offentliggørelse af sådanne data kan øge synligheden af små kreditvurderingsbureauer og hjælpe disse med at overvinde den omdømmemæssige hindring for adgang.

Artikel 11a

I henhold til artikel 11a integreres CEREP i den europæiske kreditvurderingsplatform ("ERP"), som er et websted, der administreres af ESMA, og som vil offentliggøre alle tilgængelige kreditvurderinger, der er udstedt af registrerede og godkendte kreditvurderingsbureauer.

ERP er oprettet for at øge mængden af oplysninger, der er til rådighed for investorer, og sikre synligheden for mindre kreditvurderingsbureauer, da offentliggørelsen af alle vurderinger på ét websted kan øge investorernes bevidsthed om og tillid til små kreditvurderingsbureauer. Da kreditvurderingsbureauerne anvender forskellige metoder, er det ikke muligt at foretage enkle sammenligninger mellem kreditvurderingerne.

Det bør også bemærkes, at kreditvurderinger betalt af investorerne — som udelukkende udstedes og offentliggøres for investorer mod et gebyr — ikke er omfattet af ERP for ikke at undergrave sådanne forretningsmodeller.

ERP er ikke fuldt operationel endnu, og det er derfor endnu for tidligt at vurdere dens indvirkning på konkurrencen. Da synlighed og omdømme er meget vigtige i kreditvurderingsbranchen, bør virkningen af denne bestemmelse på konkurrencen yderligere overvåges, når platformen er fuldt gennemført.

3. Samlet vurdering

Det ser ud til, at små kreditvurderingsbureauer og nye aktører endnu ikke udsteder et betydeligt antal kreditvurderinger inden for alle aktivklasser, og der synes at være begrænset konkurrence blandt kreditvurderingsbureauerne, i betragtning af de hyppige gebyrforhøjelser og de høje gebyrer, som opkræves af de største kreditvurderingsbureauer.

Det skal imidlertid også understreges, at kreditvurderingsmarkedet er et særligt marked, hvis primære drivkraft er omdømmet blandt investorer og udstedere. I betragtning af markedets stærke omdømmemæssige karakter kan foranstaltninger, der fremtvinger udvælgelsen af kreditvurderingsbureauer ud over dem, som udstedere ville have valgt, og som er værdsat af investorer, have utilsigtede konsekvenser og samtidig have en begrænset effektivitet med hensyn til at fremme yderligere markedsadgang.

CRA-forordningen skabte en positiv ramme for en styrkelse af konkurrencen inden for kreditvurderingssektoren.

Samlet set vil artikel 8c sammenholdt med artikel 8d, artikel 11, stk. 2, og artikel 11a kunne føre til en stigning i efterspørgslen efter små kreditvurderingsbureauer, når det gælder kreditvurderinger af strukturerede finansielle instrumenter. Desuden vil gennemførelsen af artikel 11a og artikel 11, stk. 2, som medfører, at oplysningerne om den anden kreditvurdering bliver offentligt tilgængelige, kunne fremme virkningen af artikel 8c, hvorved investorer vil kunne lægge et større pres på kreditvurderingsbureauer til at konkurrere på kvaliteten.

Endvidere har CRA-forordningen medført, at kreditvurderingsbureauer, der opererer i EU, har fået større synlighed, f.eks. gennem registrering hos ESMA og offentliggørelse af oplysninger om de udstedte kreditvurderinger. Endvidere har foranstaltningerne med henblik på øget gennemsigtighed givet større bevidsthed om eksistensen af små kreditvurderingsbureauer. Endelig synes udstedelsen - og offentliggørelsen - af uopfordrede kreditvurderinger at være et effektivt værktøj til at øge synligheden af små kreditvurderingsbureauer og give disse mulighed for at opbygge et omdømme.

Konklusionen er, at selv om der er ved at blive gennemført en række foranstaltninger, så forventer Kommissionen ikke en hurtig ændring i den oligopolistiske kreditvurderingssektor. Imidlertid viser analysen og ESMA's tekniske rådgivning, at der er behov for mere tid til fuldt ud at vurdere virkningerne af de nyligt indførte foranstaltninger i CRA-forordningen vedrørende konkurrence på markedet for kreditvurderingsbureauer.

III. Virkning og vurdering af bestemmelserne i CRA-forordningen vedrørende governance

I betragtning af at det nuværende kreditvurderingsmarked stadig er domineret af tre store kreditvurderingsbureauer, og nye kreditvurderingsbureauer står over for forskellige hindringer med hensyn til markedsadgang, er det af største betydning at sikre en korrekt adfærd fra kreditvurderingsbureauernes side, navnlig de etablerede bureauer, og kreditvurderinger af høj kvalitet. Det kan kun opnås gennem hensigtsmæssige lovgivningsmæssige begrænsninger, som i sidste ende også vil være til gavn for udstedelsen af kreditvurderinger af høj kvalitet og dermed markedsstabiliteten.

Den nylige finanskrisen viste bl.a., at der kan være problemer med kreditvurderingers kvalitet og uafhængighed. Der var navnlig betænkeligheder vedrørende potentielle interessekonflikter mellem udstedere og kreditvurderingsbureauer som følge af den vederlagsmodel, hvor udsteder betaler, og på grund af de stærke og langvarige forbindelser mellem udstedere. Der var også betænkeligheder vedrørende kreditvurderingsbureauers uafhængighed i forbindelse med kreditvurdering af instrumenter, der er udstedt af deres aktionærer, og kreditvurderingsanalytikeres uafhængighed og kvalifikationer. Som følge af finanskrisen var der endvidere behov for at øge gennemsigtigheden i forbindelse med strukturerede finansielle produkter, således at investorer kan foretage deres egen vurdering af kreditværdigheden af disse komplekse produkter. For at løse disse problemer indførtes der en række bestemmelser i den seneste revision af CRA-forordningen vedrørende interessekonflikter (1), strukturerede finansielle produkter (2) og vederlagsmodeller

(3). Formålet med dette afsnit er at fastslå, om disse bestemmelser er effektive, eller om der er behov for yderligere forbedringer.

1. Interessekonflikter

CRA-forordningen indeholder flere bestemmelser om, hvordan man undgår og håndterer situationer med interessekonflikter. Det overordnede mål er at sikre kreditvurderingsbureauernes uafhængighed og dermed kvaliteten af deres kreditvurderinger samt styrke investorers tillid til det finansielle marked i almindelighed.

Indførelsen af uafhængige menige bestyrelsesmedlemmer i CRA-forordningen er blevet en nøgelfaktor, når det handler om at sikre de interne kontrolsystemers effektivitet og udpegelsen af interessekonflikter. Når der udpeges personer til denne funktion, er det meget vigtigt at sikre minimumsstandarder med hensyn til viden og et godt omdømme. ESMA har udtrykt ønske om at være mere proaktiv i denne henseende for at sikre et konsekvent højt governanceniveau på tværs af kreditvurderingsbureauer.

CRA-forordningen fastsætter interne regler og procedurer for analytikere og andre personer, der beskæftiger sig med kreditvurderingsprocessen, for således at afdække og håndtere eventuelle interessekonflikter, der måtte opstå under kreditvurderingen. Disse bestemmelser suppleres af detaljerede krav i bilag I til CRA-forordningen. Undtagelsesbestemmelser for små kreditvurderingsbureauer bidrager til at sikre, at virkningen af CRA-forordningen på kreditvurderingsbureauer af forskellig størrelse er proportionel.

Aktionærernes pres på kreditvurderingsbureauer har potentiale til at undergrave deres uafhængighed, hvis kreditvurderingsbureauerne vurderer deres egne aktionærer eller de finansielle instrumenter, der er udstedt af aktionærerne. Dette afhjælpes ved hjælp af bestemmelser om begrænsning af aktiebesiddelser, der skal sikre kreditvurderingsbureauernes uafhængighed og kvaliteten af deres kreditvurderinger. Den praktiske anvendelse af disse bestemmelser er dog fortsat uklar, da der i øjeblikket ikke findes nogen fælles definition på begrebet "aktionær" på europæisk plan.

CRA-forordningen indeholder en række krav til viden, kompetencer og adfærd hvad angår de kreditvurderingsanalytikere og andre medarbejdere i et kreditvurderingsbureau, som er involveret i kreditvurderingsprocessen. Ved at indføre en gradvis rotationsordning for disse personer sikrer man kreditvurderingernes uafhængighed. Der kan dog på grund af medarbejderrotation opstå omkostninger ved at flytte en analytiker til en anden portefølje.

ESMA's igangværende arbejde med retningslinjer for validering og revision af kreditvurderingsbureauernes metoder⁴² kan skabe yderligere klarhed om de interne compliance- og risikoprocedurer hos et kreditvurderingsbureau og dermed betyde en

⁴² Se høringsdokumentet på ESMA's websted <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-consults-validation-and-review-cras%E2%80%99-methodologies-guidelines>.

klarere definition af begrebet "kreditvurderingsmetodologi" under hensyntagen til definitionen i IOSCO-kodeksen fra 2015⁴³.

Det nuværende sanktionsniveau synes ikke at stå i et rimeligt forhold til kreditvurderingsbureauernes omsætning, især hvad angår store bureauer. De eventuelle bøder, der i øjeblikket kan pålægges af ESMA, har ikke nogen præventiv eller afskrækkende virkning i praksis⁴⁴. Derfor vil Kommissionen yderligere gøre sig nogle overvejelser om sanktionsordningen i CRA-forordningen, som er forskellig fra ordningerne i den nyere EU-lovgivning.

2. Bestemmelser vedrørende strukturerede finansielle instrumenter og eventuel udvidelse til også at omfatte andre finansielle produkter

Bestemmelsen i CRA-forordningen om obligatorisk rotation mellem et kreditvurderingsbureau og en udsteder (artikel 6b) er begrænset til udstedelse af gensecuritisationer efterfulgt af en pause på maksimalt fire år, hvor et kreditvurderingsbureau ikke må udstede kreditvurderinger af gensecuritisationer med underliggende aktiver fra den samme initiativtager (dvs. samme eksponeringsleverende institut). Virkninger, der kan vise sig byrdefulde for små kreditvurderingsbureauer, afhjælpes med en fritagelse.

I artikel 8b i CRA-forordningen fastlægges det, at ESMA skal oprette et websted med henblik på offentliggørelse af oplysninger om strukturerede finansielle instrumenter. ESMA har for nylig bekendtgjort, at det som følge af en række problemer under det forberedende arbejde med oprettelsen af webstedet er usandsynligt, at det vil være tilgængeligt for de rapporterende enheder inden for den lovbestemte frist den 1. januar 2017.

Hverken artikel 6b eller artikel 8b er gennemført eller anvendt i praksis endnu. I forbindelse med den obligatoriske dobbelte kreditvurdering for strukturerede finansielle instrumenter i artikel 8c ser det ud til, at der i øjeblikket ikke er tilstrækkelige valgmuligheder blandt de kreditvurderingsbureauer, der foretager kreditvurdering af forskellige aktivklasser, til at konkurrencen kan fungere effektivt. I lyset af ovenstående synes en eventuel udvidelse af den obligatoriske rotationsordning og af bestemmelserne om offentliggørelse af oplysninger om strukturerede finansielle instrumenter til også at omfatte andre finansielle produkter at være for tidlig i denne fase, da der i øjeblikket ikke er tilstrækkelige oplysninger til rådighed til at kunne analysere virkningen af disse bestemmelser på kreditvurderingen i praksis. Kommissionen vil fortsætte med at overvåge markedsudviklingen i takt med ikrafttrædelsen af de relevante bestemmelser i CRA-forordningen.

⁴³ IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies Final Report 2015 findes på adressen <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD482.pdf>.

⁴⁴ Til sammenligning kan nævnes, at USA's Securities and Exchange Commission (SEC) i januar 2015 pålagde bøder for i alt på 77 mio. USD for Standard & Poor's overtrædelser af en række føderale love om værdipapirer <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-10.html>.

3. Alternative vederlagsmodeller

Der er kun sket få ændringer i kreditvurderingsbranchen siden implementeringen af CRA-forordningen for så vidt angår vederlagsmodeller, særlig hvad angår kreditvurderinger for erhvervsobligationer og strukturerede finansielle instrumenter. Den dominerende og hyppigst anvendte vederlagsmodel på markedet for kreditvurderingsbureauer er den model, hvor udstederen betaler (issuer-pays model), dvs. at kreditvurderingsbureauerne betales af udstedere, der ønsker kreditvurderinger af deres investeringsprodukter.

Andre eksempler på vederlagsmodeller er modellen, hvor man har interesser på spil (skin-in-the-game-modellen) - hvor investorer udsteder kreditvurderinger for de projekter, som de delvist finansierer ved at beholde de udstedte instrumenter, eller hvor kreditvurderingsbureauerne betales med de vurderede instrumenter, som de beholder til udløb⁴⁵, og modellen, hvor platformen betaler (platform-pays-modellen), hvorved der indføres et mellemlid på markedet for at finansiere og udstede kreditvurderingen. Kompensationsmodellen, hvor vederlaget afstemmes efter resultaterne (Pay-for-performance-model), indebærer, at det enkelte kreditvurderingsbureau betaler en fast procentdel af sine indtægter til en fælles fond, som udbetales til kreditvurderingsbureauet med de bedste resultater, hvilket er et incitament for kreditvurderingsbureauer til at forbedre nøjagtigheden af deres kreditvurderinger, selv om det kan føre til tvivl om effektiviteten af incitamentsordningen. Kreditvurderinger kan også udstedes af nonprofitorganisationer eller finansieres af statslige myndigheder. Statslige indgreb i fordelingen af kreditvurderingsbureauer på udstedere kan øge risikoen for segmentering af markederne efter nationale linjer og vil også kunne medføre interessekonflikter inden for branchen, især for så vidt angår udstedelse af kreditvurderinger vedrørende stater og lokale og regionale myndigheder.

Som påpeget i Kommissionens konsekvensanalyse fra 2011 vil alle potentielle vederlagsmodeller kunne føre til interessekonflikter. CRA-forordningen stiller derfor ikke krav om anvendelse af en bestemt vederlagsmodel, da der ikke er noget væsentligt behov for at foretrække én model frem for en anden.

I den aktuelle situation anvendes alternative vederlagsmodeller næsten aldrig som enkeltstående løsninger i praksis, da kreditvurderingsbureauer har tendens til i stedet at anvende hybride modeller. Kreditvurderinger udstedes til visse kunder i henhold til den model, hvor udsteder betaler, og andre i henhold til den model, hvor investor betaler, eller på abonnementsbasis. I ESMA's analyse konkluderes det, at denne fleksibilitet i valget af vederlagsmodel bør opretholdes, så markedsdeltagerne stadig frit kan vælge den model, der passer bedst til deres markedsstrategi.

4. Overordnet vurdering

I betragtning af ovenstående analyse synes bestemmelserne i CRA-forordningen for så vidt angår governance at have en hovedsageligt forebyggende karakter, samtidig

⁴⁵ Modellen er baseret på den antagelse, at den enhed, der udsteder en kreditvurdering — og som også er en investor i de værdipapirer, der kreditvurderes — har en klar interesse i, at kreditvurderingen er nøjagtig.

med at de spiller en stor rolle med hensyn til at sikre kreditvurderingsbureauers uafhængighed. Selv om nogle af bestemmelserne ifølge ESMA's tekniske rådgivning kan generere gennemførelsesomkostninger for kreditvurderingsbureauer, idet der kræves ændringer af IT-systemer, uddannelse, compliancefunktion og juridiske procedurer, forventes de seneste rammebestemmelser vedrørende kreditvurderingsbureauers ledelsesstruktur at skabe fordele på lang sigt.

Selv om ændringerne måske ikke umiddelbart er synlige i kreditvurderingen i praksis, er bestemmelserne effektive, når det handler om at give myndigheder de nødvendige værktøjer til at føre tilsyn med de kreditvurderingsbureauer, der ikke overholder bestemmelserne om ledelsesstruktur i CRA-forordningen. Imidlertid er det måske nødvendigt at revidere sanktionsordningen i CRA-forordningen for at sikre, at den er troværdig og proportionel og har afskrækkende virkning.

IV. Hensigtsmæssigheden af og muligheden for at støtte et europæisk kreditvurderingsinstitut

På grund af de problemer vedrørende procyklikalitet i forbindelse med offentliggørelsen af kreditvurderinger, som den nylige statsgældskrise i EU viste, blev CRA-forordningen ændret i 2013, idet der blev indført yderligere foranstaltninger med henblik på at øge gennemsigtigheden for kreditvurderinger af statsgæld. Artikel 8a i CRA-forordningen stiller nu krav om, at kreditvurderingsbureauerne årligt skal offentliggøre en kalender med datoerne for offentliggørelsen af deres respektive kreditvurderinger af stater.

Endvidere analyserede Kommissionen i en rapport fra 2015⁴⁶, om det er hensigtsmæssigt at udvikle en europæisk kreditværdighedsvurdering, og om investorer har tilstrækkelige og fyldestgørende informationskilder, så de kan foretage deres egen kreditrisikovurdering af stater. I rapporten konkluderede Kommissionen, at indførelsen af en europæisk kreditværdighedsvurdering kun ville tilføre en beskedent merværdi til de allerede eksisterende oplysninger, som leveres af forskellige kilder til systemet med finanspolitisk og makroøkonomisk overvågning (f.eks. rapporter i forbindelse med det europæiske semester). Der vil heller ikke være nogen forbedring af oplysningerne til institutionelle investorer, da de allerede får tilstrækkelige oplysninger gennem offentlige og private kanaler. Desuden har investorer, der opererer på det globale statsobligationsmarked, tendens til i højere grad at anvende oplysninger fra internationale institutioner, som f.eks. Den Internationale Valutafond (IMF) og Verdensbanken.

KONKLUSION

Eksterne kreditvurderinger spiller fortsat en vigtig rolle i dele af EU's lovgivningsmæssige rammer for den finansielle sektor, navnlig i banker og forsikringselskaber. Kommissionen er imidlertid af den opfattelse, at der i øjeblikket ikke er nogen mulige alternativer, der fuldt ud kan erstatte eksterne kreditvurderinger.

⁴⁶ Rapport fra Kommissionen til Europa-Parlamentet og Rådet om hensigtsmæssigheden af udviklingen af en europæisk vurdering af kreditværdigheden af statsgæld, Bruxelles, 23.10.2015, COM(2015) 515, findes på <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52015DC0515>.

På denne baggrund bør tilsynsmyndighederne fortsat bidrage til at begrænse den mekaniske afhængighed af kreditvurderinger ved at sikre, at markedsdeltagerne anvender alternative værktøjer såsom dem, der er omhandlet i afsnit I.2, som et supplement til eksterne kreditvurderinger. Kommissionen vil for sit vedkommende fortsat overvåge udviklingen på markedet.

Hvad angår konkurrencen, vil Kommissionen også fortsat overvåge udviklingen på markedet som følge af implementeringen af CRA-forordningen, inden den overvejer, om der skal træffes yderligere foranstaltninger. Dette er især relevant, da nogle af bestemmelserne stadig er i implementeringsfasen, og det vil kræve en vis tid at vurdere fordelene heraf.

Sikringen af, at de lovgivningsmæssige rammer er proportionelle og ikke medfører urimelige omkostninger, er en forudsætning for at fremme markedsadgang og øget konkurrence på markedet for kreditvurderingsbureauer. Som opfølgning på Kommissionens opfordring til indsendelse af dokumentation vil den fortsat overvåge anvendelsen af CRA-forordningen på mindre kreditvurderingsbureauer, navnlig i forbindelse med spørgsmålet om proportionalitet.

Mere generelt vil Kommissionen søge at undgå og yderligere reducere lovgivningsmæssige hindringer for markedsadgang, som den gjorde for nylig ved at ændre udkastet til de gennemførelsesmæssige tekniske standarder om konvertering af kreditvurderinger som foreslået af de europæiske tilsynsmyndigheder. Den vil også fremme den videst mulige accept af mindre kreditvurderingsbureauer, herunder i forbindelse med ESCB's europæiske rammer for kreditvurdering (ECAEF).

På trods af disse bestræbelser på at fremme en øget konkurrence tyder de seneste udviklinger på, at markedet for kreditvurderinger fortsat vil være et stærkt koncentreret oligopolistisk marked i en overskuelig fremtid. I den forbindelse er det vigtigt at sikre, at de etablerede kreditvurderingsbureauer er underlagt en solid lovgivningsmæssig ramme, som suppleres af en troværdig sanktionsordning med proportionelle bødeniveauer, der har en effektiv afskrækkende virkning. Endvidere spiller effektive interne ledelsesstrukturer og complianceprocedurer en særlig vigtig rolle for at sikre kvaliteten af eksterne kreditvurderinger på et marked, som er præget af begrænset konkurrencemæssigt markedspress, og der er med CRA-forordningen indført vigtige krav for at styrke disse foranstaltninger.

Med hensyn til strukturerede finansielle instrumenter er det for tidligt at vurdere virkningerne af CRA-forordningen, da visse relevante bestemmelser endnu ikke er anvendt i praksis. I den forbindelse forekommer det ikke hensigtsmæssigt på nuværende tidspunkt at overveje at udvide de respektive bestemmelser i CRA-forordningen til også at omfatte andre finansielle produkter.

For så vidt angår kravet om rapportering i artikel 39b, stk. 2, andet afsnit, i CRA-forordningen og i betragtning af Kommissionens rapport fra 2015 om hensigtsmæssigheden af udviklingen af en europæisk vurdering af kreditværdigheden af statsgæld, mener Kommissionen ikke, at der på nuværende tidspunkt er behov for et europæisk kreditvurderingsinstitut med speciale i statsgæld eller en europæisk kreditvurderingsfond for andre kreditvurderinger. Hertil kommer, at etableringen af

disse fælles bureauer sandsynligvis vil medføre flere omkostninger end merværdi på kreditvurderingsmarkedet i praksis.

I al almindelighed anses bestemmelserne i CRA-forordningen for at have en langsigtet, positiv virkning på kreditvurderingsmarkedet. Der findes i øjeblikket ingen dokumentation for eventuelle negative konsekvenser for kreditvurderingsbureauer eller udstedere. Da endnu ikke alle bestemmelser i CRA-forordningen er blevet implementeret, skal kreditvurderingsmarkedet overvåges yderligere, før der kan foretages en vurdering af den fulde virkning af denne lovgivningsmæssige ramme.