



GRUND- OG NÆRHEDSNOTAT TIL  
FOLKETINGETS EUROPAUDVALG

19. januar 2011

**Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning om kreditvurderingsbureauer – KOM (2011) 747 af 15. november 2011 – samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af direktiv 2009/65 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) og direktiv 2011/61 om forvaltere af alternative investeringsfonde – KOM (2011) 746 af 15. november 2011.**

**1. Resumé**

Kommissionens forslag til ændring af forordningen om kreditvurderingsbureauer indeholder en række tiltag, der skal imødegå problemstillinger, der ikke er adresseret tilstrækkeligt i den eksisterende forordning nr. 1060/2009.

Ændringerne skal blandt andet sikre, at investorerne bliver mindre afhængige af eksterne kreditvurderinger. Desuden skal ændringerne medvirke til, at kreditvurderingsbureauerne ikke har incitament til at udstede kreditvurderinger, som ikke afspejler den reelle risiko.

Forslaget indeholder skærpede krav til offentliggørelse af blandt andet metoder, priser og kreditvurderinger. Ligeledes skærpes kravene i forbindelse med kreditvurdering af stater.

Desuden er en del af hensigten med forslaget at fremme kreditvurderinger fra andre aktører end de tre store kreditvurderingsbureauer, som i dag er meget dominerende på markedet. For at opnå dette indfører forslaget blandt andet krav om, at alle kreditvurderinger skal indberettes til Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed, som offentliggør dem i et Europæisk Rating Index. Der bliver også indført krav om offentliggørelse af prispolitik, og at priser skal være omkostningsbaserede.

Endelig indføres der med forslaget mulighed for, at investorer kan gøre krav gældende over for et kreditvurderingsinstitut, hvis investoren har lidt tab efter at have baseret sig på en kreditvurdering, der ikke er udstedt i overensstemmelse med forordningen.

Forslaget medfører ikke behov for ændringer i dansk ret.

## **2. Baggrund**

Kommissionen har den 15. november 2011 fremsat forslag til ændring af Europa-Parlamentets og Rådets forordning nr. 1060/2009 om kreditvurderingsbureauer (KOM(2011)747) samt ændring af direktiv 2009/65 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) og direktiv 2011/61 om forvaltere af alternative investeringsfonde (KOM (2011) 746). Forslaget har hjemmel i artikel 114 i Traktaten om den Europæiske Unions Funktionsmåde og skal vedtages under fælles beslutningstagen efter den almindelige lovgivningsprocedure.

Kreditvurderingsbureauer (herefter CRA for Credit Rating Agency) udsteder vurderinger af kreditrisikoen på stater, virksomheder og en lang række finansielle produkter. Disse vurderinger har stor betydning for adgangen til og prisen på finansiering på de finansielle markeder.

Området har været ureguleret i mange år, men i kølvandet på finanskrisen blev det på globalt plan aftalt at indføre regulering på området. I EU skete det med Europa-Parlamentets og Rådets forordning nr. 1060/2009 om kreditvurderingsbureauer.

Den første version af forordningen (CRA1) trådte i kraft i december 2009. Derefter blev der vedtaget ændringer til forordningen (CRA2), som trådte i kraft i juni 2011.

CRA1 indførte krav om, at CRA'er i EU skal være registreret. Herudover vedrørte det væsentligste indhold krav om foranstaltninger til at imødegå interessekonflikter og om større transparens.

Med CRA2 overgik ansvaret for tilsyn med CRA'er fra de nationale tilsynsmyndigheder til Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA). Endvidere blev der indført skærpede oplysningsforpligtelser for udstedere af struktureret finansiering.

## **3. Formål og indhold**

Kreditvurderingsbureauer udsteder vurderinger af kreditrisikoen på stater, virksomheder og en lang række finansielle produkter. Disse vurderinger har stor betydning for adgangen til og prisen på finansiering på de finansielle markeder.

Området har været ureguleret i mange år, men i kølvandet på finanskrisen blev det på globalt plan aftalt at indføre regulering på området.

Kommissionen har fremsat det foreliggende forslag til ændring af forordningen (CRA3), som vurderes at imødegå de problemstillinger, der ikke

blev imødegået med CRA1 og CRA2. Forslagets indhold gennemgås i det følgende.

#### Udvidelse af anvendelsesområde til ”outlooks”

De eksisterende regler omfatter kreditvurderinger og ændringer af kreditvurderinger. CRA'er udsteder dog ofte såkaldte ”outlooks”, som udtrykker en forventning til i hvilken retning, en kreditvurdering kan formodes at ændre sig i fremtiden. For eksempel kan en negativ nyhed om en stat betyde, at staten bliver sat på ”negative watch”. Disse ”outlooks” er ikke tidligere reguleret i CRA1 eller CRA2.

Erfaringerne fra blandt andet statsgældskrisen viser, at ”outlooks” kan have lige så stor betydning for markedsudviklingen som en egentlig ændring af kreditvurderingen.

Med forslaget udvides anvendelsesområdet derfor til også at omfatte ”outlooks”.

#### Brug af kreditvurderinger

Kommissionen vurderer, at en række investorer i for høj grad har baseret sig på eksterne kreditvurderinger, ligesom kreditvurderinger i for høj grad er skrevet direkte ind i den finansielle lovgivning. Problemet er særligt stort inden for struktureret finansiering, hvor investorerne ofte har begrænset indsigt i kvaliteten af de aktiver, der ligger til grund for det strukturerede produkt og derfor ikke har mulighed for at foretage en selvstændig kreditvurdering.

Forslaget indfører et eksplicit krav om, at en række finansielle virksomheder – herunder kreditinstitutter, fondsmæglere, forsikringselskaber, investeringsforeninger og forvaltere af alternative investeringsfonde – altid skal foretage en selvstændig kreditvurdering og ikke må basere sig alene på en ekstern kreditvurdering. Desuden indføres der et krav om, at de europæiske tilsynsmyndigheder (EBA, ESMA og EIOPA) ikke må anvende eksterne kreditvurderinger i retningslinjer, tekniske standarder o.l., hvis dette kan medføre en automatisk afhængighed af disse kreditvurderinger.

Endvidere pålægges udstedere af struktureret finansiering at offentliggøre en lang række oplysninger om de aktiver, der ligger til grund for det strukturerede produkt, således at investorerne kan foretage en selvstændig kreditvurdering. Der indføres også et krav om, at udstedere af struktureret finansiering, der vælger at betale for en ekstern kreditvurdering, skal betale for mindst to uafhængige kreditvurderinger.

#### Kreditvurderingsbureauers uafhængighed

Den mest udbredte betalingsmodel på markedet for kreditvurderinger er den såkaldte ”udsteder betaler”-model, hvor kreditvurderingen bliver betalt af den stat eller virksomhed, som kreditvurderingen vedrører (eller udstederen af et værdipapir, der skal kreditvurderes).

Denne betalingsmodel indebærer en indbygget mulig interessekonflikt, idet CRA'en i det konkrete tilfælde kan have en interesse i – af hensyn til kunderne – at udstede en kreditvurdering, der er bedre, end den reelle kreditkvalitet berettiger.

Med CRA1 blev der indført regler til at imødegå interessekonflikter, men Kommissionen vurderer, at der er behov for at skærpe reglerne.

På den baggrund bliver der i forslaget blandt andet indført en rotationsmekanisme, der indebærer, at en CRA ikke kan kreditvurdere den samme virksomhed i mere end 3 år. Tilsvarende kan en CRA højst kreditvurdere 10 værdipapirer i træk fra samme udsteder. Der vil dog ikke være krav om hyppigere rotation end én gang om året for virksomheder, der udsteder mere end 10 værdipapirer om året.

I tilfælde, hvor en virksomhed har kontrakt med mere end én CRA, er det kun én af CRA'erne, der er tvunget til at rotere efter 3 år hhv. 10 udstedelser. Under alle omstændigheder vil en CRA dog ikke kunne kreditvurdere den samme virksomhed i mere end 6 år i træk. Dette vil fra et konkurrencemæssigt perspektiv skabe incitament til, at andre aktører vil skulle komme på banen for, at virksomheder kan sikre sig at blive kreditvurderet.

Det vil ikke være tilladt for en CRA at kreditvurdere den samme virksomhed igen, før udløbet af en såkaldt "cooling off" periode på 4 år.

Rotationsreglerne finder ikke anvendelse i forbindelse med kreditvurdering af stater.

Herudover indfører forslaget en række restriktioner i forhold til væsentlige aktionærer i en CRA og andre, der kan øve væsentlig indflydelse på CRA'ens aktiviteter. Væsentlige aktionærer er defineret som aktionærer med mere end 10 % af kapitalen/stemmerettighederne.

Som hovedregel vil det ikke være tilladt for en CRA at udstede kreditvurderinger af dens væsentlige aktionærer. Tilsvarende vil det ikke være tilladt at udstede kreditvurderinger af stater, virksomheder og værdipapirer, som CRA'ens væsentlige aktionærer har investeret i. Dog vil det for eksisterende kreditvurderinger være tilstrækkeligt at oplyse om, at kreditvurderingen kan være påvirket af interessekonflikter.

Der indføres også regler om, at aktionærer med mere end 5 % af kapitalen eller stemmerettighederne i en CRA ikke samtidig må eje mere end 5 % af kapitalen eller stemmerettighederne i en anden CRA, medmindre der er tale om CRA'er inden for samme koncern. Disse aktionærer må heller ikke sælge konsulentytelser e.l. til de virksomheder, som CRA'en kreditvurderer.

Endelig tilpasses de eksisterende regler for rotation af analytikere, således at en analytiker ikke kan skifte til en anden CRA og fortsætte med at kreditvurdere en virksomhed, som vedkommende har vurderet hidtil.

#### Krav til offentliggørelse vedrørende metoder og kreditvurderinger

De eksisterende regler indeholder en række krav om offentliggørelse af oplysninger om CRA'ernes metoder og kreditvurderinger. Kommissionen vurderer dog, at der er behov for at skærpe reglerne.

Der indføres blandt andet et krav om, at CRA'er inden implementering af nye eller ændrede metoder skal gennemføre en offentlig høring, hvor alle interessenter har mulighed for at kommentere på metoderne.

Herefter skal metoderne sendes til godkendelse hos ESMA. Det fremgår eksplicit, at myndighederne ikke må blande sig i indholdet af metoder eller konkrete kreditvurderinger. ESMA skal dog vurdere, om metoderne lever op til generelle rammebetingelser om, at metoderne skal være grundige, systematiske og underlagt validering.

Herudover skærpes en række andre regler om offentliggørelse. For eksempel skal CRA'ernes kunder have mindst en arbejdsdag inden offentliggørelse af en kreditvurdering. Der skal også ske offentliggørelse af alle tilfælde, hvor en potentiel kunde har henvendt sig til en CRA for at få en foreløbig kreditvurdering. Offentliggørelse sigter mod at give det ratede institut mulighed for at opdage eventuelle fejl og derved lede til ratings af højere kvalitet.

#### Kreditvurdering af stater

Kommissionen vurderer, at statsgældskrisen har tydeliggjort problemer med manglende objektivitet og transparens i forbindelse med kreditvurdering af stater. Endvidere har kreditvurdering af stater særligt stor betydning, idet statens kreditvurdering har afsmittende effekt på alle virksomheder og værdipapirer i det pågældende land og kan medføre en såkaldt "knock down" effekt på andre kreditvurderinger.

Derfor foreslår Kommissionen blandt andet, at der i forbindelse med kreditvurdering af stater skal ske offentliggørelse af hele den analyse, der ligger bag kreditvurderingen.

Ligeledes indføres der krav om, at kreditvurderinger af stater skal opdateres med højst 6 måneders mellemrum. I dag er kravet, at der højst må gå 12 måneder mellem opdateringer, uanset om der er tale om kreditvurdering af stater, virksomheder eller værdipapirer.

Der indføres også et krav om, at kreditvurderinger af stater kun må offentliggøres uden for de europæiske markeders åbningstid.

Endelig indføres der skærpede krav til den såkaldte ”transparens rapport”, som CRA’erne skal offentliggøre om blandt andet anvendelse af ressourcer og indtjening fordelt på stater, virksomheder og struktureret finansiering.

#### Sammenligning af kreditvurderinger og priser

CRA-markedet er domineret af tre store globale aktører. Kommissionen vurderer, at denne koncentration har nogle u hensigtsmæssige konsekvenser.

For eksempel har stater og virksomheder ikke mange valgmuligheder, hvis de ikke er tilfredse med den service, som en CRA leverer. Desuden kan den store afhængighed af nogle få CRA’er skabe såkaldt ”herding behaviour”, hvor mange investorer reagerer på samme måde på samme tid. Et eksempel er, når en ændring af en kreditvurdering i negativ retning får mange investorer til at sælge på samme tid, hvilket skaber en negativ spiral.

Ovennævnte forslag om en rotationsmekanisme vil medvirke til at skabe nye forretningsmuligheder for andre CRA’er end de tre store. Derudover indeholder Kommissionens forslag en række yderligere tiltag, der skal fremme udbuddet af kreditvurderinger fra andre aktører.

Der indføres et krav om, at alle CRA’er skal oplyse deres kreditvurderinger til ESMA, som offentliggør kreditvurderingerne på deres hjemmeside i et såkaldt Europæisk Rating Index. Samtidig offentliggør ESMA en ”gennemsnitlig” kreditvurdering for hver enkelt stat, virksomhed og værdipapir. Til dette formål skal ESMA definere en harmoniseret skala for kreditvurderinger, som alle CRA’er skal anvende. Dette forhindrer dog ikke CRA’erne i sideløbende at anvende deres egen skala.

Endvidere indføres der et krav om, at CRA’ernes priser skal være baseret på de faktiske omkostninger ved at udarbejde kreditvurderingen, og at prisen ikke må afhænge af resultatet af CRA’ens arbejde. Det skal således ikke være muligt at betale for at få en god kreditvurdering.

CRA’erne bliver også underlagt et krav om at offentliggøre deres prispolitik samt en liste med samtlige opkrævede honorarer.

#### Civilretligt ansvar

Der hersker en vis uklarhed om i hvilket omfang, en investor kan lægge sag an mod en CRA, hvis investoren lider tab efter at have baseret en investeringsbeslutning på en kreditvurdering.

De fleste medlemslande har ikke eksplicite regler for CRA’ers eventuelle ansvar over for investorer. Det betyder ikke nødvendigvis, at en investor ikke vil kunne gøre krav gældende over for en CRA ud fra mere generelle regler, men der er kun meget begrænset praksis på området.

Kommissionen vurderer, at det er uhensigtsmæssigt med denne uklarhed, og at de forskellige regler i medlemslandene kan give incitament til, at CRA'er etablerer sig i medlemslande med en mere lempelig lovgivning.

Endvidere vurderer Kommissionen, at regler om civilretligt ansvar vil have en disciplinerende effekt på CRA'erne.

Derfor indeholder forslaget regler om, at investorer kan anlægge erstatningskrav, hvis en CRA overtræder reglerne i forordningen med forsæt eller ved grov uagtsomhed. Overtrædelsen skal have resulteret i en anden kreditvurdering, end hvis CRA'en ikke havde overtrådt forordningen, og investoren skal have baseret sin investering på kreditvurderingen.

Hvis investoren kan fremlægge kendsgerninger, hvoraf det kan udledes, at CRA'en har overtrådt forordningen, er det op til CRA'en at bevise, at det ikke er tilfældet, eller at overtrædelsen ikke har påvirket kreditvurderingen (omvendt bevisbyrde).

#### **4. Europa-Parlamentets udtalelser**

Europa-Parlamentets resolution<sup>1</sup> af 8. juni 2011 udtrykte støtte til at skærpe reglerne om kreditvurderingsbureauer og til at reducere afhængigheden af eksterne kreditvurderinger. Herunder støtter Europa-Parlamentet skærpede oplysningskrav i forbindelse med kreditvurdering af stater, etableringen af et Europæisk Rating Index, skærpede oplysningskrav i forbindelse med struktureret finansiering og civilretligt ansvar for kreditvurderingsbureauer.

Europa-Parlamentet anser også øget konkurrence inden for kreditvurdering som væsentligt og opfordrer i den forbindelse Kommissionen til at undersøge mulighederne for etablering af et europæisk kreditvurderingsbureau.

#### **5. Nærhedsprincippet**

Kommissionen fremhæver, at kreditvurderinger udstedt af et kreditvurderingsbureau i ét EU land uden videre kan anvendes af markedsdeltagere i hele EU. Manglende regulering af kreditvurderingsbureauer i ét EU land kan således have negative konsekvenser for markedsdeltagere i hele EU.

Det er regeringens foreløbige vurdering, at reguleringen af kreditvurderingsbureauer kan varetages mest effektivt på EU-niveau, og at Kommissionens forslag derfor er i overensstemmelse med nærhedsprincippet.

#### **6. Gældende dansk ret**

Registrering og andre foranstaltninger i forhold til kreditvurderingsbureauer er reguleret i lov om finansiel virksomhed.

Reglerne på området forventes dog ændret ved udgangen af 2011, således at tilsynsansvaret overgår fra Finanstilsynet til ESMA. Med de forventede æn-

---

<sup>1</sup><http://www.europarl.europa.eu/oeil/FindByProcnum.do?lang=en&procnum=INI/2010/2302>

dringer vil Finanstilsynet dog fortsat være kompetent myndighed på området. Det indebærer, at Finanstilsynet udfører de opgaver, som ESMA uddelegerer til Finanstilsynet, og på anmodning bistår ESMA med undersøgelser af kreditvurderingsbureauer og kontroller på stedet.

Forholdet om omvendt bevisbyrde i forbindelse med civilretligt ansvar undersøges nærmere, for at få vurderet, om den omvendte bevisbyrde vil være problematisk i forhold til dansk ret.

I forslaget anføres det, at kreditvurderinger påvirker investeringsbeslutninger signifikant. Derfor er det vigtigt, at CRA'ernes rating er uafhængig, objektiv og af tilstrækkelig kvalitet. I mangel af et kontraktligt forhold mellem CRA og investor, har investor ikke altid mulighed for at håndhæve et CRA's ansvar. Derfor foreslås det, at en investor skal kunne holde et CRA ansvarlig for en hver form for skade på baggrund af et CRA's brud på forordningen, som har haft en effekt på ratingen.

Kreditvurderingsbureauer bør kun drages til ansvar, hvis de bevidst ved grov uagtsomhed overtræder eventuelle forpligtelser, der pålægges dem ved forordning (EF) nr. 1060/2009. Hvis en investor tilvejebringer fakta, fra hvilke det kan udledes, at et CRA har begået nogen af de overtrædelser, der er nævnt i Annex III, vil det være op til CRA'en at bevise, at det ikke har begået denne overtrædelse, eller at denne overtrædelse ikke har haft en indvirkning på de udstedte kreditvurdering.

#### **7. Lovgivningsmæssige eller statsfinansielle konsekvenser**

Forordninger skal efter EU-retten ikke implementeres i national lovgivning, og således kræver forordningen ingen ændringer af dansk lovgivning.

Forslaget skønnes ikke at ville have statsfinansielle konsekvenser for Danmark.

#### **8. Samfundsøkonomiske konsekvenser**

Kommissionen vurderer, at forslaget vil reducere finansielle virksomheders afhængighed af CRA'er. Dette tilsigtes bl.a. gennem, at visse finansielle institutioner skal foretage deres egen kreditrisikovurdering. Derfor vil finansielle institutioner ikke udelukkende forlade sig på eksterne kreditvurderinger. Endvidere vil dette opnås ved, at ESMA, EBA og EIOPA ikke længere skal anvende ratings i deres retningslinjer.

For så vidt angår struktureret finansiering vurderes forslaget at forbedre alle investorers muligheder for at foretage en selvstændig kreditvurdering frem for at basere sig på CRA'er. Dette opnås ved, at udstedere af struktureret finansiering pålægges at offentliggøre en række oplysninger om de underliggende aktiver.

Forslaget vurderes også at forbedre kvaliteten og gennemsækeligheden af kreditvurderinger. Dette gælder for alle typer kreditvurderinger, men Kommissio-



nen fremhæver kreditvurderinger af stater, hvor der vil gælde særligt skærpede krav.

Endvidere vurderer Kommissionen, at forslaget vil medvirke til at øge udbuddet af kreditvurderinger fra andre CRA'er end de store globale aktører.

Endelig forventer Kommissionen, at forslaget vil skabe større uafhængighed mellem CRA'er og deres kunder.

### **9. Administrative konsekvenser for erhvervslivet**

Forslaget vil særligt påvirke CRA'erne, som vil skulle leve op til en række yderligere krav og være udsat for større risiko for søgsmål.

Kommissionen vurderer, at forslaget vil medføre øgede byrder for finansielle virksomheder, der pålægges at styrke deres risikostyring. Endvidere vil de skærpede oplysningskrav for udstedere af struktureret finansiering betyde øgede byrder for disse udstedere.

Andre virksomheder, der er kunder hos CRA'erne, vil blive påvirket af reglerne om rotation, der vil medføre hyppige skift af CRA.

Det bemærkes i øvrigt, at der p.t. ikke er CRA'er med hovedsæde i Danmark. De globale CRA'er opererer dog også i Danmark og har betydning for danske investorer og udstedere.

### **10. Høring**

Forslaget har været sendt i høring i EU-specialudvalget for den finansielle sektor med høringsfrist den 8. december 2011.

Danmarks Nationalbank påpeger, at rotationsordningen kan have væsentlige administrative og økonomiske konsekvenser for en række virksomheder. Nationalbanken mener, at Danmark bør arbejde for at få ændret rotationsordningen, så ordningen bliver mere fleksibel i forhold til at kunne indordnes nationale forhold. Endvidere påpeger Nationalbanken, at der ifølge forslaget skal være en beskrivelse af en række obligatoriske indikatorer samt deres vægt ved en "rating action". Nationalbanken mener, at dette er for høj en grad af detailregulering, og at dette ikke vil sikre højere kvalitet af informationen, men blot ensrette informationen fra CRA'erne. Desuden er der risiko for, at det vil ødelægge CRA'ernes incitament til nyudvikling. Det er Nationalbankens opfattelse, at målet om bedre analyserapporter kan opnås gennem forslagets initiativer om øget gennemsigtighed om analyser og metodik frem for detailregulering af indhold og form af samme.

Nationalbanken støtter hensigten om at nedbringe afhængighed af CRA'erne i investeringsprocesser, men mener, at investorer fortsat skal kunne anvende eksterne kreditvurderinger og kreditvurderingsanalyser som et input i investeringsprocessen. Begrænsede ressourcer til kreditvurdering hos investorer kan ved stramme krav til anvendelse af interne kreditvurderinger vanskeliggøre in-

vestering i mindre udstedere. Det kan i yderste konsekvens betyde, at nogle investorer fravælger danske statspapirer.

Realkreditrådet er generelt enig i en strammere regulering af CRA'er. Realkreditrådet finder, at en tvungen rotationsordning på længere sigt kan have en gavnlig effekt på antallet af ratingbureauer og bløde op på afhængighedsproblematikken mellem udsteder og CRA.

Dog påpeger Realkreditrådet, at ordningen er praktisk umulig at gennemføre på den korte bane, hvor der kun er tre udbydere på markedet. Dertil risikerer den hyppige rotation at udvande kvaliteten af kreditvurderinger og forstærke de uheldige konsekvenser af rating i lovgivningen i form af fx "cliff effects". Dette dækker over pludselige handlinger, som udløses af en nedgradering af ratings, hvor nedgraderingen kan have uforholdsmæssige store dominoeffekter.

Realkreditrådet mener, at rotationsprincippet er særligt problematisk for udstedere af covered bonds, hvilke har mange udstedelser om året og derfor risikerer at falde ind under 1-års rotationsreglen, hvilket ikke kan være hensigten. Det foreslås, at rotationsordningen løber over en funktionsperiode på minimum 8 år. Såfremt ordningen gennemføres i sin nuværende form, foreslås en indfasningsperiode for udstedere af covered bonds, indtil der eksisterer flere CRA. Indfasningsperioden bør løbe mindst 3 år eller til der er minimum 5 CRA. Der bør under alle omstændigheder laves en "review clause", der forpligter til, at ordningen tages op til fornyet overvejelse og eventuel justering efter en periode.

Realkreditrådet mener dog ikke, at forslaget løser de primære udfordringer ved ekstern rating. Dog er Realkreditrådet positiv over for, at ESMA, EBA og EIOPA ikke kan indføre flere ratingkrav i reguleringer. Realkreditrådet påpeger, at ratingkrav helt skal ud af lovgivningen, men at der indtil dette sker, bør arbejdes på at undgå de største skadesvirkninger gennem cliff effects.

Realkreditforeningen ser generelt med skepsis på, at CRA'er tildeles en form for semi-officiel status i den europæiske lovgivning. Myndighedsafgørelser bør ikke være baseret på en privat aktørs vurderinger. Denne opfattelse har vundet frem i G20 og i USA, men ikke i Europa, selv om forslaget i et vist omfang synes at være påvirket af den.

Realkreditforeningen finder endvidere, at man med forslaget går mod at styre CRA'ernes adfærd yderligere gennem en meget vidtgående kontrol og regulering i stedet for at reducere tilsynsvirkningens afhængighed af CRA'erne.

Sådanne skærpede krav og stram regulering vil gøre det vanskeligere og dyrere at drive en CRA. De foreslåede regler om civilretligt ansvar og omvendt bevisbyrde kan yderligere potentielt medføre meget betydelige ekstraomkostninger. Alle disse omkostninger må bæres af CRA'ernes kunder, udstederne, og i sidste ende deres kunder, herunder danske boligejere.

Hensynet til omkostningerne synes fuldkommen fraværende i forslaget. Samme indvending gælder rotationsordningen. Udskiftning af CRA er omkostningskrævende for både udstederen og CRA'en. Man kan betvivle, at der er behov for samme skrappe krav til rotation for samtlige kunder hos en CRA.

Hvis begrænsningen på 10 "gældsinstrumenter" skal fortolkes som 10 obligationsserier, skal et realkreditinstitut skifte CRA meget hyppigt. Det står ikke helt klart, som forslaget er formuleret, hvad et gældsinstrument er i realkreditsammenhæng, og der kan således være behov for at få teksten præciseret.

Om rotationsordningen generelt kunne det overvejes, om det ikke var mere hensigtsmæssigt, hvis kravene først trådte i kraft i takt med, at der godkendes tilstrækkelig mange CRA'er. Generelt synes forslaget at være udtryk for en kedelig tendens i retning af meget tung, omkostningskrævende styring. Man kunne ønske, at skærpedelser i langt højere grad var målrettet mod særlige situationer, hvor det kan dokumenteres, at der har været alvorlige problemer.

Finansrådet støtter tankegangen om at gøre det finansielle system mindre afhængigt af kreditvurderinger fra CRA'er. Det er således positivt med et krav om, at CRA'erne og de, som vurderingerne vedrører, skal offentliggøre flere og bedre oplysninger om grundlaget for vurderingerne. Derudover er det positivt, at de fælles europæiske tilsynsmyndigheder ikke må referere til kreditvurderinger i guidelines, anbefalinger og tekniske standarder. Finansrådet støtter også generelt, at der arbejdes for flere udbydere af kreditvurderinger af hensyn til den finansielle stabilitet.

Finansrådet mener ikke, der bør indføres et krav om et rotationsprincip. Såfremt det ikke er muligt at få ændret dette krav, vil det være helt nødvendigt med en længere periode mellem de påkrævede skift, og rotationsperioden bør som minimum være 8-10 år.

Yderligere forudsætter forslaget et tilstrækkeligt udbud af CRA'er for at fungere i praksis. I dag findes der ikke et tilstrækkeligt udbud. I praksis findes der kun tre brugbare CRA'er. Det er muligt, at udbuddet af CRA'er vil øges på sigt som følge af det foreslåede regime og dermed, at konkurrencen vil øges. Men omvendt forudsætter det at drive CRA også en kritisk masse af kunder, hvilket naturligt vil sætte en begrænsning på antallet af mulige udbydere.

En "cooling off" periode på fire år vil yderligere medføre, at man skal gøre brug af et stort antal forskellige CRA'er, hvilket vil give meget store omkostninger. I den forbindelse er Finansrådet skeptisk overfor, om den foreslåede lettelse af processen med en "handover file" vil fungere i praksis – ikke mindst på den korte bane – da hvert CRA benytter egne metoder og principper.

Det er i den henseende vigtigt, at hvis der måtte foreslås tiltag som fx et rotationsprincip, så bør der samtidig indføres krav om review af regelsættet efter en periode.

Danmarks Skibskredit finder det foruroligende, at Kommissionen i sit udspil fastholder, at den eneste mulighed for at få en favorabel behandling af obligationsudstedelser m.v. afhænger af en karaktergivning fra et af reelt 2-3 private ratingbureauer, der som følge af bankhemmeligheden aldrig har samme indsigt som et nationalt tilsyn. Der bør kæmpes for et alternativ her til.

Fastholdes udkastet i uændret form på dette punkt, må der som minimum indføres en form for udstederbeskyttelse. Lovgivere har ikke fokuseret på det forhold, at regelsættet reelt tvinger et kreditinstitut til at have en rating i konkurrencen om investorernes midler.

Danmarks Skibskredit finder, at ”conflict of interest” og ”civil liability” i udgangspunktet er rimelige krav

#### **11. Generelle forventninger til andre landes holdninger**

Der er på nuværende tidspunkt begrænset kendskab til forhandlingssituationen. Der forventes dog at være overordnet støtte til forslaget, men flere lande vil formentlig ønske at få reglerne om rotation og civilretligt ansvar ændret.

#### **12. Regeringens foreløbige generelle holdning**

Danmark kan generelt støtte forslaget, der skal bidrage til at mindske afhængighed af rating i reguleringen samt mindske interessekonflikter og skabe øget gennemsigtighed om kreditvurderinger.

Regler om rotation af CRA'er vil dog indebære praktiske problemer for visse danske virksomheder. Det gælder ikke mindst realkreditinstitutter, som udsteder mange obligationer i løbet af året og derfor vil skulle skifte CRA ofte. Ligeledes viser erfaringerne, at CRA'erne typisk har skullet bruge lang tid på at sætte sig ind i de særlige danske forhold på realkreditmarkedet. Fra dansk side arbejdes derfor for en præcisering af rotationsprincippet.

Forholdet om omvendt bevisbyrde i forbindelse med civilretligt ansvar undersøges nærmere, inden dansk holdning fastlægges.

#### **13. Tidligere forelæggelse for Folketingets Europaudvalg**

Forslaget har ikke tidligere været forelagt Folketingets Europaudvalg.