



Ändrade regler för kreditvärderingsinstitut, m.m

Finansdepartementet

2011-12-19

Dokumentbeteckning

KOM(2011) 747

Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om ändring av förordning (EG) nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut

KOM(2011) 746

Förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om ändring av direktiv 2009/65/EG om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag) och direktiv 2011/61/EU om förvaltare av alternativa investeringsfonder när det gäller alltför stor förlitan på kreditbetyg

Sammanfattning

Förslaget syftar till att ytterligare förstärka regelverket kring kreditvärderingsinstitut och de kreditbetyg som används inom unionen. Förslaget innebär en ändring av förordning (EG) nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut samt av direktiv 2009/65/EG om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag) (det s.k. UCITS-direktivet) och direktiv 2011/61/EU om förvaltare av alternativa investeringsfonder (det s.k. AIFM-direktivet).

Förslaget innehåller regler som syftar till att minska de finansiella företagens övertro på externa kreditbetyg, bl.a. genom att ställa utökade krav på egna bedömningar av kreditrisk. Vidare föreslår kommissionen ett antal regler för att öka oberoende och transparens i kreditvärderingsinstitutens verksamhet. I förslaget finns även vissa specialregler om kreditbetyg på statspapper. En del av de föreslagna reglerna tar vidare sikte på att främja konkurrensen på marknaden för kreditbetyg. Slutligen finns förslag om att införa ett harmoniserat civilrättsligt ansvar för kreditvärderingsinstitut.

Regeringen välkomnar kommissionens ambition att ytterligare förstärka regelverket. Det är angeläget att EU uppfyller sina åtaganden gentemot G20 avseende åtgärder för att minska övertron på kreditbetyg. Därutöver är regeringen generellt positiv till åtgärder som främjar en högre kvalitet på kreditbetyg och som ökar transparensen i relevanta avseenden.

I flera fall är det dock tveksamt om kommissionens förslag till ytterligare reglering av kreditvärderingsinstitut skulle ge eftersträlvade effekter. Regeringen anser även att det finns skäl till försiktighet när det gäller införandet av regler som riskerar att försämra marknadens funktionssätt. Så är fallet med exempelvis vissa av förslagen för ökat oberoende, Esmas roll vid godkännande av nya modeller samt införandet av harmoniserade regler om civilrättsligt ansvar. Den gällande EU-förordningen, inklusive den nya ordningen med centraliserad tillsyn från Esma, kan på sikt förväntas lösa många av de tidigare konstaterade problemen i branschen. Någon utvärdering av förordningens effekter har ännu inte kunnat göras. Till detta kommer det globala perspektivet på regleringen av kreditvärderingsinstitut, utifrån vilket man kan ifrågasätta lämpligheten av en europeisk särreglering som går utöver vad som beslutats i exempelvis G20.

1 Förslaget

1.1 Ärendets bakgrund

Mot bakgrund av de brister som tydliggjordes i samband med finanskrisen 2008 antogs Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut (CRA I)¹. För kreditvärderingsinstitut med viss typ av verksamhet inom EU ger förordningen nya regler om registrering (och därmed sammanhängande "EU-pass"), hantering av intressekonflikter, organisations- och verksamhetskrav, kvalitetssäkring samt rapportering och transparens. Till detta kopplas regler om tillsyn. Ansvar för tillsynen över aktuella institut övergick den 1 juli 2011 från de nationella behöriga myndigheterna – i Sverige, Finansinspektionen – till Esma (Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten), i enlighet med de ändringar som antogs genom förordning (EU) nr 513/2011 (CRA II)². Genom en centraliserad tillsyn vill man inom EU uppnå en enhetlig tillämpning av regleringen och en ändamålsenlig och effektiv registrerings- och tillsynsprocess.

¹ Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 1060/2009 av den 16 september 2009 om kreditvärderingsinstitut, EUT L 302, 17.11.2009. Se även prop. 2009/10:217 såvitt avser svenska lagstiftningsåtgärder i anledning av EU-förordningen.

² Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 513/2011 av den 11 maj 2011 om ändring av förordning (EG) nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut, EUT L 145, 31.5.2011. Se även prop. 2011/12:40 såvitt avser föreslagna svenska lagstiftningsåtgärder i anledning av EU-förordningen.

Kommissionen har sedan en tid arbetat med ett antal ytterligare frågeställningar rörande kreditvärderingsverksamhet och användningen av kreditbetyg. Dessa handlar bl.a. om att aktörerna på finansmarknaden i alltför hög grad förlitar sig på externa kreditbetyg; behovet av specialregler för kreditbetyg på statspapper; den höga koncentrationen på marknaden för kreditbetyg; kreditvärderingsinstitutens skadeståndsansvar gentemot investerare; intressekonflikter som sammanhänger med modellen där emittenten betalar ("issuer-pays") och kreditvärderingsinstitutens aktieägarstruktur.

Behovet av en översyn av förordningen påtalades bl.a. i en konsultation som kommissionen genomförde under perioden 5 november 2010–7 januari 2011 rörande olika alternativ för att hantera de problem som uppmärksammats.³

Den 15 november 2011 presenterade kommissionen sitt förslag till ändrade regler (CRA III).

1.2 Förslagets innehåll

Allmänt

Förslaget syftar till att ytterligare förstärka regelverket avseende kreditvärderingsinstituten och användningen av kreditbetyg. Det föreslås ändringar av förordning (EG) nr 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut samt av direktiv 2009/65/EG om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag) (det s.k. "UCITS-direktivet") och direktiv 2011/61/EU om förvaltare av alternativa investeringsfonder (det s.k. "AIFM-direktivet").

Utvidgning av förordningens tillämpningsområde till att omfatta även "kreditutsikter"

I kommissionens förslag utvidgas tillämpningsområdet för reglerna om kreditbetyg så att de även ska omfatta "kreditutsikter" ("outlooks"), dvs. prognoser om hur ett kreditbetyg sannolikt kommer att utvecklas i framtiden. Det ställs också krav på att kreditvärderingsinstituten ska offentliggöra den tidsrymd under vilken en ändring av kreditbetyget förväntas ske.

Användningen av kreditbetyg

Kommissionens förslag syftar bl.a. till att minska den överdrivna tilltron till externa kreditbetyg. Enligt förslaget ställs större krav på ett antal kategorier av finansiella företag att göra sin egen bedömning av kreditrisk. Reglerna träffar kreditinstitut, värdepappersföretag, försäkringsföretag och återförsäkringsföretag, tjänstepensionsinstitut, förvaltnings- och investeringsbolag, förvaltare av alternativa investeringsfonder samt vissa

³ Finns på http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/cra_en.htm. På kommissionens hemsida finns även Regeringskansliets gemensamma svar med Riksbanken och Finansinspektionen.

centrala motparter. Sådana företag ska fortsättningsvis inte uteslutande eller slentrianmässigt få förlita sig på externa kreditbetyg vid bedömningen av tillgångars kreditvärdighet. De behöriga myndigheterna ska kontrollera att de berörda företagens kreditvärderingsförfaranden är adekvata och att man inte i alltför hög grad förlitar sig på kreditbetyg. Regeln är hämtad från FSB:s principer från oktober 2010 för att minska beroendet av kreditbetyg⁴, som sedermera godkändes på ett toppmöte i G20 i Söul i november 2010.⁵ Förutom i förordningen, föreslås ändringar i UCITS-direktivet och AIFM-direktivet (samt, enligt tidigare förslag, i de s.k. CRD IV-direktiven⁶) för att säkerställa att principen genomförs fullt ut i medlemsstaternas nationella lagstiftning. Kommissionens befogenheter att anta delegerade akter ändras så att de omfattar även ovanstående aspekt.

Enligt förslaget får inte heller Esma, EBA och Eiopa hänvisa till kreditbetyg i sina riktlinjer, rekommendationer och förslag till tekniska standarder om sådana hänvisningar kan föranleda att behöriga myndigheter eller aktörer på finansmarknaden slentrianmässigt förlitar sig på kreditbetyg. Gällande riktlinjer och rekommendationer ska också anpassas i enlighet med detta.

Vidare finns ändringar som syftar till minska övertron på externa kreditbetyg när det gäller strukturerade finansiella instrument samt till att höja kvaliteten på kreditbetyg avseende sådana instrument. Det föreslås att emittenter av strukturerade finansiella instrument löpande ska offentliggöra mer specifik information om underliggande tillgångar m.m., som investerare behöver för att kunna göra en egen kreditriskbedömning. Informationen ska publiceras på Esmas hemsida. Krav ställs även på emittenter av strukturerade finansiella instrument att inhämta två oberoende kreditbetyg avseende samma produkt.

Kreditvärderingsinstitutens oberoende

Kommissionen föreslår striktare regler för oberoende i syfte att motverka intressekonflikter som har att göra med modellen där emittenten betalar ("issuer pays") och med kreditvärderingsinstitutens aktieägarstruktur.

Det föreslås bl.a. ett förbud mot att äga mer än 5% i mer än ett kreditvärderingsinstitut. Förbud mot utfärdande av kreditbetyg föreslås i de fall då det finns risk för intressekonflikter, t.ex. till följd av ett större ägande i kreditvärderade enheter. Personer med större innehav i ett kreditvärderingsinstitut får enligt förslaget inte ägna sig åt viss rådgivning till kreditvärderade enheter.

Krav på rotation av kreditvärderingsinstitut föreslås för de kreditvärderingsinstitut som emittenten anlitar för att utfärda kreditbetyg på

⁴ Finns på http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101027.pdf.

⁵ Finns på http://www.g20.org/Documents2010/11/seoulsummit_declaration.pdf.

⁶ Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om tillsynskrav för kreditinstitut och värdepappersbolag (KOM[2011] 452 slutlig) samt Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om rätten att driva verksamhet i kreditinstitut och värdepappersbolag (KOM[2011] 453 slutlig).

emittenten själv eller på dennes låneinstrument. En emittent ska inte kunna anlita samma kreditvärderingsinstitut i perioder längre än tre år som huvudregel. Undantag från regeln görs dock för kreditbetyg på statspapper. Utökade krav på rotation av personal föreslås också, för att förhindra att ledande analytiker tar med sig en kund till ett annat kreditvärderingsinstitut och på så sätt kringgår rotationskraven. Möjligen avses även ett förbud för kreditvärderingsinstitut att utfärda kreditbetyg på både en emittent och de låneinstrument som emittenten ger ut (se s. 6 i kommissionens förslag).

Ökad transparens avseende metoder, kreditbetyg och kreditutsikter

Kommissionen lämnar ett flertal förslag som skärper kraven på redovisning av kreditvärderingsmetoder i syfte att förbättra kvaliteten på kreditbetyg. Kommissionen föreslår en ny procedur vid förändring av kreditvärderingsinstitutens modeller och metoder, som bl.a. innefattar konsultation av emittenter m.fl. och krav på godkännande från Esma. Tidigare krav på vägledning om modeller, antaganden etc. föreslås utvidgas från finansiella strukturerade instrument till att gälla alla tillgångsklasser. Kreditvärderingsinstituten ska även lämna ut uppgifter om alla enheter eller låneinstrument som överlämnats till dem för en första översyn eller ett preliminärt kreditbetyg (tidigare gällde en sådan skyldighet endast beträffande kreditbetyg på finansiella strukturerade instrument).

Längre framförhållning föreslås när det gäller upplysning till emittenter inför justering av kreditbetyg. Fortfarande ska underrättelse ske minst 12 timmar före, men därutöver ställs krav på att kontakten ska tas under arbetstid och minst en hel arbetsdag före publicering.

Specialregler för kreditbetyg på statspapper

För att förbättra kvaliteten på kreditvärderingsinstitutens kreditbetyg på statspapper ("sovereign ratings") föreslås krav på tätare uppdatering (minst en gång i halvåret jämfört med en gång per år) samt krav på att publicera en fullständig analysrapport. Det föreslås att kreditbetyg på statspapper ska offentliggöras först efter handelsdagens slut och minst en timme innan handelsplatserna öppnar i EU. Därtill föreslås en skärpning av transparenskraven i kreditvärderingsinstitutens rapportering rörande den interna organisationen. Bl.a. föreslås att de detaljerat ska redovisa hur personal och intäkter (inklusive avgifter) har fördelats mellan olika typer av kreditbetyg, dvs. för statsobligationer, strukturerade finansiella instrument och företag. Informationen ska ge underlag för att bedöma storleken på de resurser som avsatts för att utfärda kreditbetyg på statspapper.

Bättre jämförbarhet avseende avgifter och kreditbetyg

För att åstadkomma förbättrad konkurrens mellan kreditvärderingsinstituten och ökad kvalitet på utfärdade kreditbetyg föreslås en harmonisering av betygsskalorna samt publicering av samtliga kreditbetyg i index av Esma ("Eurix"). I syfte att undvika intressekonflikter ska kreditvärderingsinstitutens avgifter vara icke-diskriminerande, dvs. baserade på faktisk

kostnad och transparenta prissättningskriterier och inte vara kopplade till resultatet av utfört arbete. Uttagna avgifter på kundnivå ska redovisas årligen till Esma, liksom principerna för prissättningen avseende kreditbetyg i de olika tillgångsklasserna.

Civilrättsligt ansvar för kreditvärderingsinstitut

Kommissionen föreslår harmoniserade regler om civilrättsligt ansvar för kreditvärderingsinstitut. Enligt förslaget ska investerare kunna rikta skadeståndskrav i nationell domstol mot ett kreditvärderingsinstitut som uppsåtligt eller av grov oaksamhet har brutit mot EU-förordningen, då felaktiga kreditbetyg utfärdats till följd av detta. Enligt förslaget är det kreditvärderingsinstitutet som ska styrka att en överträdelsen inte har skett eller att denna inte har påverkat det utfärdade kreditbetyget. Skadeståndsansvaret ska inte kunna avtalas bort eller begränsas genom avtal.

1.3 Gällande svenska regler och förslagets effekt på dessa

Europaparlamentets och rådets förordning (EG) 1060/2009 om kreditvärderingsinstitut är direkt tillämplig i medlemsstaterna och ska inte genomföras. Detsamma gäller förändringar av förordningen. Den begränsade regleringen i lagen (2010:1010) om kreditvärderingsinstitut påverkas sannolikt inte. Dock torde ett införande av ett civilrättsligt skadeståndsansvar även fordra nationella anpassningar. Vidare måste förändringar UCITS- och AIFM-direktiven genomföras i nationell rätt. De utökade kraven på egen analys av kreditrisker kan, i mindre utsträckning, föranleda ändringar i lagen (2004:46) om investeringsfonder och inverka på utformningen av den lagstiftning som ska genomföra AIFM-direktivet.

1.4 Budgetära konsekvenser / Konsekvensanalys

Kommissionen har bedömt att förslaget inte har några effekter på EU:s budget. De ytterligare uppgifter som enligt förslaget åläggs Esma avses finansieras av avgifter från kreditvärderingsinstituten och inte föranleda ytterligare finansiering från EU. Regeringen delar denna bedömning. Förslaget om utökade uppgifter för de nationella tillsynsmyndigheterna – t.ex. när det gäller tillsynen över de angivna finansiella företagens kreditvärderingsförfaranden – kan dock innebära ökade kostnader för Finansinspektionen. Riksgäldskontorets kostnader kan också komma att påverkas av om det ställs krav på minst två kompletta värderingar varje år.

Kommissionen har gjort en konsekvensanalys av förslaget.⁷ Regeringen delar delvis den bedömning som kommissionen gjort. Det gäller t.ex. till stor del vad som sägs om användningen av kreditbetyg och behovet av ökad transparens. Däremot är regeringen mer tveksam till den analys av problemställning och tänkbara lösningar som görs bl.a. beträffande

⁷ SEC(2011) 1354 final och SEC(2011) 1355 final.

civilrättsligt ansvar, konkurrensförhållanden och oberoende. Enligt regeringen bör de gällande och framtida reglerna främst bedömas utifrån effekter på kreditbetygens kvalitet och användarnas förståelse. Flera av förslagen framstår som alltför långtgående utifrån det perspektivet.

2011/12:FPM61

2 Ståndpunkter

2.1 Preliminär svensk ståndpunkt

Regeringen välkomnar kommissionens ambition att ytterligare förstärka regelverket kring kreditvärderingsinstitut och användningen av kreditbetyg. Kreditvärderingsinstitut och kreditbetyg har en viktig roll och bidrar till en bättre fungerande finansmarknad. Det är angeläget att EU uppfyller sina åtaganden gentemot G20 avseende åtgärder för att minska övertron på kreditbetyg. Därutöver är regeringen generellt positiv till åtgärder som främjar en högre kvalitet på kreditbetyg och som ökar transparensen i relevanta avseenden.

I flera fall är det dock tveksamt om kommissionens förslag till ytterligare reglering av kreditvärderingsinstitut skulle ge eftersträlvade effekter. Regeringen anser även att det finns skäl till försiktighet när det gäller införandet av regler som riskerar att försämra marknadens funktionssätt. Så är fallet med exempelvis vissa av förslagen för ökat oberoende, Esmas roll vid godkännande av nya modeller samt införandet av harmoniserade regler om civilrättsligt ansvar. Den gällande EU-förordningen, inklusive den nya ordningen med centraliserad tillsyn från Esma, kan på sikt förväntas lösa många av de tidigare konstaterade problemen i branschen. Någon utvärdering av förordningens effekter har ännu inte kunnat göras. Till detta kommer det globala perspektivet på regleringen av kreditvärderingsinstitut, utifrån vilket man kan ifrågasätta lämpligheten av en europeisk särreglering som går utöver vad som beslutats i exempelvis G20.

2.2 Medlemsstaternas ståndpunkter

Övriga medlemsstaters ståndpunkter avseende förslaget är ännu inte kända.

2.3 Institutionernas ståndpunkter

Institutionernas ståndpunkter avseende förslaget är ännu inte kända.

2.4 Remissinstansernas ståndpunkter

Regeringen har inbjudit ett antal organisationer och myndigheter att lämna synpunkter på kommissionens förslag. Svarstiden löper t.o.m. den 5 januari 2012. Ett första referensgruppsmöte hölls den 15 december 2011. Vid mötet framkom preliminärt ett brett stöd för de föreslagna kraven rörande användningen av kreditbetyg samt ambitionen att minska hänvisningarna till

kreditbetyg i rättsligt reglerade sammanhang. Övriga delar av förslaget var inte efterfrågade utan mottogs huvudsakligen negativt. Förslagen ansågs vara baserade på den felaktiga uppfattningen att all analys som sker inom ramen för ett kreditbetyg är generisk. Esmas föreslagna roll vid prövning av nya modeller ifrågasattes, bl.a. ur ett tryckfrihets- och yttrandefrihetsperspektiv. Skadeståndsregleringen ansågs mycket problematisk. Konkurrensfrågor föreslogs hanteras enligt ordinarie EU-regler. Det sades att de föreslagna rotationsreglerna inte kommer att fungera med hänsyn till det begränsade antalet aktörer. De föreslagna kraven på tätare uppdatering av kreditbetyg på statspapper kritiserades – bl.a. ansågs de väcka frågor om leveranskrav och kostnader, särskilt i fall där de utfärdas utan ersättning (s.k. ”non-solicited ratings”). Några alternativ till ”issuer pays-modellen” framfördes inte.

3 Förslagets förutsättningar

3.1 Rättslig grund och beslutsförfarande

Den rättsliga grunden för förslaget är artikel 114 i EUF-fördraget såvitt avser förordningen, och artikel 53.1 i EUF-fördraget såvitt avser direktivet. Beslut fattas i båda fallen enligt det ordinarie lagstiftningsförfarandet i artikel 294. Europaparlamentet är medbeslutande. Rådet beslutar med kvalificerad majoritet.

3.2 Subsidiaritets- och proportionalitetsprincipen

Enligt kommissionen är förslaget om ändringar av regler för kreditvärderingsinstitut m.m. förenligt med subsidiaritetsprincipen. Denna princip anger att lagstiftningsåtgärder på gemenskapsnivå endast ska tillgripas när de eftersträlvande målen inte kan uppnås i tillräcklig utsträckning av medlemsstaterna på egen hand (artikel 5.3 i EU-fördraget). Kreditbetyg har global karaktär och används över hela EU. Brister i ramverk och regleringar för kreditvärderingsinstitut i ett land kan få negativa följder för finansmarknader och marknadsaktörer, inklusive investerare, i alla medlemsstater. Regeringen delar i princip kommissionens uppfattning att ytterligare åtgärder rörande kreditvärderingsinstitut bör vidtas på EU-nivå. Dock skulle förslaget om ett harmoniserat civilrättsligt ansvar för kreditvärderingsinstitut kunna ifrågasättas utifrån nämnda princip. Gällande förordning gör det möjligt för medlemsstaterna att reglera det civilrättsliga ansvaret på ett sätt som är förenligt med respektive rättsordning för övrigt. Denna handlingsfrihet är nödvändig med hänsyn till att de skadeståndsrättsliga regelverken ser så olika ut i medlemsstaterna. Som framgått ovan ser regeringen såväl principiella som praktiska problem med att införa en rätt till ersättning för tredjemansskador.

Enligt kommissionen är förslaget förenligt även med proportionalitetsprincipen, som föreskriver att åtgärderna inte ska gå utöver vad som är nödvändigt för att uppnå de eftersträlvade målen (artikel 5.4 i EU-

fördraget). Regeringen är delvis tveksam till den bedömningen. Flera av förslagen är mycket långtgående och innebär stora förändringar i rådande verksamhetsformer och konkurrensförhållanden. Det gäller, förutom de harmoniserade reglerna om civilrättsligt ansvar, bl.a. ägarbegränsningarna, begränsningarna av näringsfriheten genom krav på rotation av kreditvärderingsinstitut och nyckelpersonal, kraven på godkännande från Esma av nya modeller, kraven på transparens avseende avgifter från kunder samt kraven på en harmonisering av betygsskalorna. Enligt regeringens preliminära bedömning riskerar flera av förslagen att försämra marknadens funktionssätt.

4 Övrigt

4.1 Fortsatt behandling av ärendet

Förhandlingar om förslagen i rådsarbetsgruppen för finansiella tjänster avses inledas i januari 2012. Tidsplanen för rådsförhandlingarna är inte känd. Detsamma gäller förhandlingarna i och med Europaparlamentet.

Regeringen har inbjudit ett antal organisationer och myndigheter att lämna synpunkter på kommissionens förslag. Svarstiden löper t.o.m. den 5 januari 2012.

4.2 Fackuttryck/termer

- EBA: Europeiska bankmyndigheten
- Eiopa: Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten
- Esma: Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten
- EUF-fördraget: Fördraget om Europeiska unionens funktionssätt
- FSB: Rådet för finansiell stabilitet
- Kreditbetyg: en bedömning av kreditvärdigheten hos en enhet, en skuld eller finansiell förpliktelse, räntebärande värdepapper, preferensaktier eller andra finansiella instrument, eller en emittent av en skuld eller en finansiell förpliktelse, räntebärande värdepapper, preferensaktier eller andra finansiella instrument, som genomförs med hjälp av ett etablerat och definierat rangordningssystem med olika betygskategorier.
- Kreditutsikt: en bedömning av ett kreditbetygs sannolika utveckling på kort och medellång sikt
- Kreditvärderingsinstitut: en juridisk person vars verksamhet inbegriper yrkesmässigt utfärdande av kreditbetyg.
- Rättsligt reglerade sammanhang: användning av kreditbetyg för det specifika ändamålet att följa en bestämmelse i unionslagstiftningen, såsom den genomförts i medlemsstaternas nationella lagstiftning.

- Statspapper: kreditbetyg på ett land, en regional eller lokal myndighet i ett land eller för ett instrument där emittenten av skuldförbindelsen eller den finansiella förbindelsen är ett land eller en regional eller lokal myndighet i ett land
- Strukturerat finansiellt instrument: ett finansiellt instrument eller andra tillgångar som skapats genom en värdepapperiseringstransaktion eller ett värdepapperiseringsprogram enligt artikel 4.36 i direktiv 2006/48/EG.