

出國報告（出國類別：出席國際會議）

國際證券管理機構組織（IOSCO）

信用評等機構委員會

（Committee on Credit Rating Agencies）

2014 年第 2 次會議

服務機關：金融監督管理委員會

姓名職稱：黃副主任委員天牧

王秘書湘衡

派赴國家：德國

出國期間：103 年 7 月 21 日至 103 年 7 月 26 日

報告日期：103 年 10 月 21 日

目 錄

壹、前言.....	2
貳、圓桌會議.....	3
參、信用評等機構行為準則修訂.....	6
肆、美國信用評等機構法規修訂.....	10
伍、信用評等事業之其他業務.....	14
陸、心得與建議.....	15
附件 會議資料.....	17

壹、前言

國際證券管理機構組織（International Organization of Securities Commissions, IOSCO）於第 37 屆年會通過修改 IOSCO 章程，將原執行委員會、技術委員會以及新興市場委員會中之諮詢委員會（Advisory Board）合併為 IOSCO Board，保留新興市場委員會，並將原執行委員會下之常任委員會（Standing Committees）和工作小組（Working Groups）整併為 8 個委員會，包括會計審計暨資訊揭露委員會、次級市場委員會、市場中介機構委員會、執法及資訊交換暨多邊資訊交換合作備忘錄審查小組委員會、投資管理委員會、信用評等機構委員會、商品期貨市場委員會及個人（散戶）投資者委員會，經本會之爭取及努力下，本會獲准加入「資訊揭露」、「信用評等機構」、「個人（散戶）投資者委員會」等三個委員會。

信用評等機構委員會（下稱 C6 委員會）於 2014 年 7 月 23 日至 24 日假德國柏林舉行 2014 年第 2 次會議，本次會議計有巴西、我國、德國、香港、以色列、日本、韓國、墨西哥、加拿大、波蘭、西班牙、荷蘭、土耳其、美國及歐盟（執委會與證券暨市場監理總署）等 15 國（地區）代表與會。本會係由黃副主任委員天牧及王秘書湘衡代表出席。

本次會議最主要之任務係對信用評等機構行為準則（Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies，下稱 IOSCO 行為準則）諮詢報告於 2014 年第 1 次會議召開後所收到之意見進行討論，並就條文進行必要之進一步修訂，由於本次信用評等機構行為準則修訂之幅度較大，且所收到之各界意見眾多，尚未及於本次會議討論完畢，爰 C6 委員會將於 2014 年 10 月份會議繼續討論信用評等機構行為準則之修訂內容，並擬俟 C6 委員會決議後，將修訂後之信用評等機構行為準則送交 IOSCO Board 核可，預計於 2014 年年底公

布。

貳、圓桌會議

本次會議邀請業者進行圓桌會議主係就目前 C6 委員會於修訂 IOSCO 行為準則時，對於部分條文相關內容徵詢信評業者意見，俾使條文修訂內容符合信用評等事業實務以利施行。本次圓桌會議與會業者代表包括 Thomas Missong 代表 EACRA¹、穆迪之法遵主管² Michael Kanef 代表 SIIA³、標準普爾之歐洲法規資深律師⁴ Christopher Lake 出席，就各項議題表達信評業者之意見，並於會中與 C6 委員會代表進行討論。

一、「信用評等」之定義

(一) Thomas Missong 表示，儘管各國的定義可能不盡相同，惟歐盟對信用評等定義為「意見」(opinion)，且就歐盟法而言，改變該定義並不會對信用評等機構的民事責任有所影響。信用評等係對前瞻性、不確定性的意見，信用評等使用者為專業人士而非一般民眾。此外，因信用評等係提供予專業人士使用，若欲減少對信用評等的依賴，定義上應該採用「意見」乙詞較為妥適。

(二) Christopher Lake 認為，信用評等係具前瞻性之意見，IOSCO 行為準則原版本定義信用評等為「意見」方為正確，蓋每家信用評等機構對同一標的之評等，可能得出不同結論，自然可以說明信用評等的本質是「意見」而非「評估」(assessment)。即使在部分國家立法中將信用評等定義為「評估」，這些立法並未改變信用評等為意見之

¹ European Association of Credit Rating Agencies

² Chief Regulatory Affairs and compliance Officer, Moody's Investors Service, Ltd.

³ Credit Ratings Association of the Financial Information Services Division of the Software & Information Industry Association

⁴ Senior European Regulatory Counsel, Standard & Poor's Ratings Services

本質，且在評等方法、揭露方式或是評等模型並無不同。

二、有關在行為準則裡如何處理、定位未公開評等（Private Rating）問題：

（一）Thomas Missong 認為未公開評等在歐盟內未有法定定義，而且也不受到法令的規範。未公開評等在歐盟實務界的認知就是限於極少數人間流通、使用之信用評等，而且不進行更新，如果定期或持續更新信用評等，即會受到法令規範。

（二）Christopher Lake 說明，未公開評等係非用以監理上目的之信用評等，不能使用在資本適足計算或投資決策時之依據，故未公開評等應屬於信用評等豁免例外，且在標準普爾公司設有業務之國家中並不受到法令規範。標準普爾之未公開評等而言，程序上除了揭露外，相關評等程序皆與公開揭露之評等相同，此外，標準普爾對未公開評等客戶仍負受託人之忠實義務（Fiduciary Duty）。而未公開評等在IOSCO 行為準則中可豁免的條文大致上為傳遞、公告及透明度等相關條文。

三、有關以歷史經驗作為客觀驗證問題：

（一）Thomas Missong 說明，大多數的信用評等只要有歷史資料，即可進行回溯測試（Back Testing），惟若部分國家發生債務違約問題，或是某些新金融商品的信用評等，因為缺乏歷史資料，即難以進行回溯測試，對於這些新金融商品，信用評等機構常用的方法為推遲回溯測試的操作（如於評等中期進行回溯測試）。

（二）Michael Kanef 說明，另一種缺乏歷史資料的情況下進行回溯測試之方式為使用約略相仿的資產類別之資料。

四、IOSCO 行為準則條文關於利益衝突管理及揭露之規範中，對

於信用評等機構於正式進行評等前所進行之評估服務部分，是否以「預期評估」(Prospective assessment) 取代「初步評估」(Preliminary indication) 乙節：

- (一) Thomas Missong 說明，對於初步評估之名詞其實沒有明確的定義，各家信用評等機構可能使用的名稱也有所不同，惟其性質係信用評等機構於正式進行評等前所提供之資訊。有時從未接受過信用評等的機構，會使用未公開評等以使其熟悉信用評等機構之評等標準。
- (二) C6 會員表示，在歐盟及加拿大的法規中，都有規定信用評等機構倘對結構型商品提出未公開評等時，須同時提供透明度報告 (transparency report)；此外，同一結構型商品如果有數家信用評等機構都曾作出未公開評等，當決定信用評等前，先前所進行之未公開評等應該也須進行公告以使投資人知悉，故行為準則第 2.6(d)條採用初步評估乙詞較能表達在結構型商品信用評等之實務精神。

五、有關行為準則第 2.7 條規定特有利益衝突 (unique conflicts) 之揭露方法與格式：

- (一) 業者均表示有關的利益衝突、如何處理利益衝突的措施，都於網站上以大篇幅進行詳細說明。
- (二) 特有利益衝突係存在於信用評等機構與受評機構之間，例如受評機構提供貸款予信用評等機構的情況，而信用評等機構內部的分析人員或主管是否可能獲悉有特有利益衝突存在的問題乙節，業者表示，信用評等分析人員或主管與外界商談貸款條件的組成員工不同，在決定個案信評時，信評分析人員或主管幾乎是不可能知悉其服務之信用評等機構具有特有利益衝突。

六、有關 IOSCO 行為準則第 2.8(a)條規定揭露信用評等業務以外

費用 (Unrelated Fees) 之實務情形乙節：Thomas Missong 說明，若欲區分信用評等業務或以外之費用在定義上可能會有困難，實務上係依據業務分支機構所在國家之法規，而有不同之揭露方式，其餘二位業者代表亦贊同此說法。

- 七、有關 IOSCO 行為準則第 3.6 條規定揭露包含違約在內之定義：穆迪法遵主管 Michael Kanef 說明，該公司追求之目標在清楚地定義每一級的信用評等，而且公司對於何謂「違約」也有定義，惟缺乏違約等級之信用評等定義。
- 八、有關行為準則第 3.9 條及第 3.19 條對於信用評等機構與受評機構及第三者間保密義務之規定乙節：穆迪 Michael Kanef 說明，就美國的情況而言，信用評等機構對發行人或是對承銷商等中介者的保密義務並無差異，係因承銷商等中介機構兼具發行人之代理人的身分，故對發行人揭露之資訊亦提供予其代理人，除非是在法院另有令狀等例外之情況下。

參、信用評等機構行為準則修訂

C6 委員會於 2013 年 11 月就行為準則修訂版本完成討論後，業於 2014 年 2 月公告諮詢文件，並收到來自信用評等機構、投資公司及個人等各界之意見回復，並於 2014 年 4 月份 C6 委員會會議中，就回復意見進行討論並與業者進行圓桌會議。惟因條文眾多，4 月份會議未能完成討論條文，7 月份 C6 委員會會議續予討論，並再度邀請信用評等機構業者進行圓桌會議。

有關本次未能完成之條文，美國 SEC 將彙整本次會議所討論之內容，並於 2014 年 10 月 29 日及 30 日假日本東京召開之 C6 委員會會議中討論。預計討論的行為準則草案將以書面方式陳報 IOSCO Board，嗣後將於完成行政程序及 IOSCO Board 核可後，預計於 2014 年底前公告施行。本次會議討論內容摘述如次：

一、按規模大、複雜、具重要性之信用評等機構，其擁有之資源及法規遵循能力，是小型信用評等機構所無法比擬。如果不分規模大小都要有一定標準以上之法規遵循能力，可能使小型信用評等機構退出市場而減少市場的競爭。在行為準則中某些條文爰有視信用評等機構大小而可能有不同的適用方式，惟對 IOSCO 行為準則之要求，亦不宜因規模大小而有不同之標準。爰此，在 IOSCO 行為準則之介紹中，不再強調 IOSCO 行為準則之規範遵循可依信用評等機構規模大小而有所調整，以避免外界有所誤解。

二、定義部分

(一)「信用評等」：

C6 委員會於會中徵詢各成員代表表示，對信用評等一詞有定義之國家（地區）有巴西、香港、以色列、日本、加拿大（安大略省）及美國等國，在目前許多國家已有信用評等之定義下，行為準則中亦宜對信用評等進行定義。

按信用評等係依據已定義之排序系統，對於受評標的信用狀態之評估。惟信用評等機構表示，信用評等係對於未來不確定的事件，進行主觀的分析後所提出的意見（opinion），而非依據僵化的步驟而建構之評估（assessment），本次改變信用評等之定義，將曲解信用評等之本質。

鑒於該定義於本次會議尚未有定論，主席裁示將於下次會議續行討論合適之定義。

三、主文部分

(一)信用評等機構應建立並維護其評等方法論，並應對各類信用評等具備健全之方法論，並於可行的情況下，以歷史資料進行客觀的驗證。本節經徵詢信評業者意見後表示，目

前對評等可進行客觀之驗證方式，僅限於以歷史資料進行，爰酌予修訂條文內容，以表達實務狀況。

- (二)信用評等機構及其員工不應對受評客戶及承銷商等與評等相關單位，提供評等結果之保證，惟並不排除信用評等機構進行初步評估 (Preliminary indications)，但其初步評估不可影響評等，且信用評等機構不可對受評單位之公司架構、資產負債管理、營運策略、投資計畫、融資方式、事業發展、結構型商品之設計等提出建議，且應管理利益衝突之情形，並揭露利益衝突相關資訊。本節並將預期評估 (Prospective assessment) 統一調整為初步評估 (Preliminary indications)，以求條文內容表達之一致性。
- (三)信用評等機構應該對利益衝突之情形進行及時並完整之揭露，利益衝突的情形可能包括付費者為受評相關單位、訂閱客戶可能因評等而有財務利益上之影響、對受評相關單位提供其他收費服務、提供受評相關單位正式評等前之初步評估、與受評相關單位相互間有投資關係等情形。而已存在或潛在的利益衝突之揭露，應於初始評等、評等升降、確認及撤銷評等時進行揭露。本節酌修 IOSCO 行為準則條文內容，以求清楚表達規範內容。
- (四)當受評單位(如主管機關)對信用評等機構具有監理職能時，信用評等機構負責與受評單位(如主管機關)溝通之人員，應與評等相關人員進行區隔。本節酌修 IOSCO 行為準則條文內容，以更明確表達前揭人員應予以區隔之要求。
- (五)信用評等機構揭露其主動評等之政策及程序，以及公布評等、報告及撤銷評等之政策及程序。為增加信用評等機構之透明度，本節爰要求信用評等機構除揭露前揭相關政策外，亦應就其內部處理程序予以揭露。

- (六)信用評等機構應清楚指出各評等之屬性及限制情形，以及信用評等機構對於受評相關單位所提供之資料所能驗證之程度，例如，若與評等之歷史資料有限，信用評等機構應予以揭露，並說明其限制評等分析之狀況。本節酌修 IOSCO 行為準則條文內容，以更明確要求信用評等機構說明進行資料驗證之情形。
- (七)當信用評等機構停止受評標的之評等時，其應撤銷其評等，或儘速向大眾或其訂戶揭露其停止評等之情形，且公告中應說明該評等最後一次更新或檢視之日期，停止評等之原因，並說明不再更新該評等之事實。本節考量債券到期或是因提前贖回而停止評等之情形似亦應明確進行說明，爰擬依前揭之規定予以揭露。
- (八)對於大眾及市場參與者所提出之抱怨 (Complaint)，信用評等機構應建立一專責單位以及相關之政策、程序及控制，以進行接收、保留及處理，並應包括對於以機密方式提出抱怨之處理方式；且其相關之政策、程序及控制中，應敘明在何種情形下，所收到之抱怨應向高階管理階層或/及董事會進行報告。本節考量若將疑慮 (Concern) 的情形亦涵括於條文規定中，可能過於廣泛，對於信用評等業者日常所接受之詢問，若皆須透過前揭機制予以進行回應，可能造成業者之負擔，且不符合實際業務執行方式，爰擬僅就抱怨部分予以規範。
- (九)有關信用評等機構之行為準則、評等方法論之說明、歷史績效資料及在 IOSCO 行為準則中所要求揭露之事項，信用評等機構應於其主要之網站上，以公開及顯著的方式，免費進行揭露。本節於條文修訂中，更強調增加資訊透明度及可取得之方便性。

本次會議中對 IOSCO 行為準則進行條文之微調，並參考信用評等業者之意見，考量實務狀況，以求規範內容之有效性及合理性。囿於本次會議時間有限，仍有部分條文尚未完成決議，爰主席表示將於 2014 年 10 月 29 日至 30 日之 C6 會議中，完成決議並進行後續公告之行政程序。

肆、美國信用評等機構法規修訂

美國 SEC 將於近期修訂信用評等機構相關法規⁵，以達到強化信用評等機構之公司治理，管理利益衝突，增進透明度以提高信用評等品質，並增加信用評等機構之當責性等目的。

本次美國 SEC 修訂內容，主要包含內部控制、利益衝突管理、評等資訊之揭露、評等方法論之健全及透明度、及分析師之適任程度等規範，並要求信用評等機構執行長出具內部控制有效性聲明書，以及其他與評等獨立性相關之聲明書，此外，加強對資產擔保證券（Asset Backed Security, ABS）發行人、承銷商及第三人之盡職調查（due diligence）之相關規範，以增加盡職調查之結論及發現之透明度，其修訂內容摘要說明如次：

一、內部控制制度及年度報告書

信用評等機構應建立有效之內部控制制度，其內部控制之設計應確保方法論有適當之檢視及核可程序。方法論應定期進行檢視，並分析是否需要更新，而在檢視是否需要更新時，評等的績效衡量亦應為是否更新方法論的考量資訊；評等方法論之建立及更新，應於施行前應對公眾揭露並進行意見徵詢，使市場參與者能有機會提供對於方法論之建議，信用評等機構並應公開揭露其所收到之諮詢回復意見。

⁵ 該案業於 2014 年 8 月 27 日發布。<http://www.sec.gov/rules/final/2014/34-72936.pdf>

方法論中之量化模型於採用前，應進行評估及驗證，而採用後應定期檢視以及進行回顧測試。對於信用評等機構之前未曾進行過評等之標的，或對於新奇產品之評等，信用評等機構應分析其是否具備足夠之能力、資訊及資源以進行該等標的之評等。

在評等行為正式發生前，首席分析師所進行之信用評等，應由其他分析師或主管進行檢視（例如經由評等委員會進行檢視）。信用分析報告應有足夠之資訊俾利俟後之檢視或稽核，並可據以瞭解該分析師在決定評等時，是否遵循信用評等機構之程序及方法論。

為維護內部控制制度，信用評等機構應定期檢視內部控制制度之有效性，及其是否投入足夠之資源以執行內部控制，且在出現內部控制不足時，及時進行評估。對於未符合內部控制規定之員工，應加強訓練及紀律要求，另應確保能有效呈報未符內部控制規定之情事。

信用評等機構應每年提交內部控制報告，說明管理階層對於內部控制的責任，內部控制的有效性，以及信用評等機構執行長所出具之聲明書。此外，在信用評等機構的年度報告書中，應說明信用評等機構的內部控制情形，包括管理階層對於建立有效內部控制制度的責任，會計年度間之主要內控缺失，以及對內部控制制度有效性的聲明書。另若會計年度間信用評等機構有一個以上之重大內部控制缺失，管理階層不可聲明其內控制度是有效的。

二、與業務活動相關之利益衝突管理

參與信用評等或發展方法論的人員，不可參與業務或商品之行銷，或受到與業務相關之影響。惟小型信用評等機構可向 SEC 提出書面申請，在特定的情況下豁免前揭之規定，惟前提

是 SEC 必需認為因信用評等機構較小，而不適宜要求信用評等及業務予以區分，且該豁免情形是可符合公眾利益的。此外，對於違反利益衝突規範的信用評等機構，SEC 可暫停或撤銷該信用評等機構之執照。

三、分析師離職後之回顧檢視 (Look-back Review)

信用評等機構應建立相關程序以檢視離職分析師於就任曾受評之發行人或承銷商後，其先前所進行之信用評等是否有受到影響，若有受到影響，應修訂其信用評等。

信用評等機構在進行回顧檢視後，應迅速決定目前可能受到影響之信用評等是否需予以修訂，以使其免於利益衝突的影響，而係依循評等方法論予以決定。此外，並應迅速進行公告，說明是否修訂目前評等，若有修訂，其修訂後之評等為何，以及利益衝突對該評等之影響。

若信用評等機構未於發現評等受到利益衝突的影響後之 15 日內進行修訂或確認 (不予修訂)，信用評等機構應公告將檢視該評等，並說明此評等行動係因該評等受到利益衝突的影響所致。

四、信用評等資訊之揭露

信用評等機構應揭露其所發布之信用評等歷史資料，包含初始評等、續後評等、評等升降及日期等資訊，並使評等使用者可就同一評等標的，比較不同評等機構之評等結果，以及該評等之變化情形，並可使評等資料為第三者所使用，以進行獨立分析。

五、信用評等方法論之應用及揭露

信用評等機構對於信用評等時所採用之程序及方法論，需經董事會核可，且評等程序及方法論之發展及修訂時，需符合

信用評等機構所訂之政策及程序。

當評等程序及方法論有重大改變時，信用評等機構應一致性地適用於目前及未來所有評等分析中；若續後評等可能因方法論修訂而改變時，應考量可能受到影響的評等件數，評等程序及方法論的複雜程度，以及評等標的之類型等事項，於合理的時間內完成適用。

信用評等機構應迅速將評等程序及方法論的修訂公告於其公司網站上，包括評等方法論之各次修訂版本，修訂的原因，可能會造成評等變動的可能性，評等程序及方法論的重大錯誤內容，以及可能造成現有評等變動之情形。

六、假設及數據之揭露

信用評等機構於採取評等行動（包含初始評等、升降評等、確認及撤回評等）時，應公告評等量化及質化的資訊，包括方法論或評等程序的版本，主要假設及原則，評等可能受限的情形（包含信用評等不考量流動性風險、市場風險等其他風險）等。此外，信用評等機構應揭露評等相關資訊，包含評等所採用數據之可靠性、精確性、品質及受限情形，並出具聲明書以說明決定評等時所採用資訊，以及對於其資訊品質的整體評估。

其他揭露項目亦包括利益衝突之情形，評等潛在波動性，評等歷史績效，預期違約機率及預期損失，評等假設的敏感性等。

七、資產擔保證券之第三方盡職調查（due diligence）

資產擔保證券之發行人或承銷商，應揭露第三方盡職調查之結論或調查發現，另進行盡職調查之第三方應提供認證（certification）予信用評等機構，說明其所進行之盡職調查內容、發現、結論、及所應符合之標準，並由信用評等機構揭露該認證內容。

八、分析師之教育訓練及測驗

為達到精確之評等分析，信用評等機構應對於參與信用評等之員工建立教育訓練、經驗及適任之標準，當評等程序及方法論涉及質化分析時，必須具備有效評估及處理數據所需之知識，當涉及量化分析時，必須具備瞭解模型所需之專業技術，此外，對於決定評等時所需考量之因素，包括地理位置、產業、法規、標的資產及其複雜性等，亦應具備足夠之知識及經驗。在進行評等分析時，至少需有一名有三年以上適當經驗的分析師參與，並應對參與評等員工進行定期測驗，以確定其對於信用評等機構之評等程序及方法論有充分之瞭解並具備適當之能力。

九、評等符號之定義及應用之一致性

信用評等機構應對其所使用之評等符號建立書面政策及程序，以具體說明對於違約機率評估之表達方式，並清楚定義各評等級距中之符號、數字或分數，並一致性地應用於評等結果之表達中。

伍、信用評等事業之其他業務

C6 委員會於本次會議中提出新專案之建議，以「信用評等事業之其他業務」(Other CRA Products) 作為接續 IOSCO 行為準則修訂完成後之主要工作項目。該專案係為進一步瞭解信評機構除了一般所認知之信用評等業務以外，尚有那些其他的服務或產品為投資人或市場參與者作為投資或其他信用狀況相關決策所使用，以及其使用情形，並評估該等產品是否須符合 IOSCO 對於信評機構之相關規範及原則，以及該等產品是否需要進一步規範。

按信評機構行為準則修訂工作，預計將於今（2014）年底前完

成，C6 委員會擬俟「信用評等事業之其他業務」專案經 IOSCO Board 核可後，接續進行該專案之準備工作。

陸、心得與建議

- 一、IOSCO 目前對於信用評等機構行為準則規範內容進行大幅度修訂之工作，C6 委員會於 2013 年 11 月就行為準則修訂版本完成討論後，業於 2014 年 2 月公告諮詢文件，並收到來自信用評等機構、投資公司及個人等各界之意見回復，並於 2014 年 4 月份及 7 月份之 C6 委員會會議中，就回復意見進行討論並與業者進行圓桌會議。惟因修正條文眾多，尚未能完成條文討論。C6 委員會預計於 10 月份會議完成行為準則草案之討論，俟後擬於送交 IOSCO Board 核可後，預計於 2014 年底前公布施行，作為信用評等機構自我管理之國際標準。為因應國際監理趨勢，於該信用評等機構行為準則公布施行後，可考量國內信用評等事業之發展狀況及實際需要，視情況適時適當調整我國信用評等事業之相關規範。
- 二、藉由本次會議，本會亦與其他主管機關保持積極互動，其中關於本會向 ESMA 申請認可我國信用評等機構所發布之信用評等乙節，本會代表向 ESMA 瞭解該案進度，ESMA 代表 Mr. Paolo Santella 表示該案已在審查中，本案擬持續與 ESMA 官員保持聯繫並瞭解審查進度，以利後續申請作業。
- 三、本會 2012 年加入 C6 委員會後，陸續參與信評機構監理官聯繫會議、強化信評程序與管理利益衝突之內部控制制度、及向金融穩定委員會（下稱 FSB）報告增進信評事業透明度等工作項目；嗣後本會黃主任委員天牧擔任 C6 委員會副主席，協助 C6 委員會進行 IOSCO 行為準則、降低信用評等僵化性

依賴及信用評等事業之其他業務等多項工作項目之發展，參與國際標準規範訂定之決策及各項會議，並於重要國際會議場合（如 IOSCO 年會）提高我國於國際間之能見度，為我國爭取國際規範政策之話語權。本會近年推動多項國際業務之發展，多涉及跨境監理合作及國際實務運作，本會積極參與國際規範之制訂有利提升國際市場地位，具深化實質效益。

