

# Den finansielle krise og kreditvurderingsbureauernes medvirken – hvad kan vi lære heraf?

Kreditvurderingsbureauerne havde et afgørende medansvar for den finansielle krise i henhold til en officiel amerikansk kongresrapport. Derfor bør området grundlæggende reformeres ud fra den indhøstede lære. Forslag hertil fremsættes.



**CHRISTEN SØRENSEN**  
Professor i økonomi,  
Syddansk Universitet Odense,  
fhv. overvismand

## Indledning

Epicentret for finanskrisen lå i USA, hvorfor det er nærliggende at underkaste forholdene i USA en nærmere undersøgelse, når årsager til den efterfølgende dybe og givetvis langvarige økonomiske krise, der også har ramt mange andre lande, herunder Danmark, skal forsøges udredet. Med udgivelsen af *The Financial Crisis Inquiry Report* fra en af den amerikanske kongres i maj 2009 nedsat føderal kommission, som blev offentliggjort i januar 2011, er der fremlagt et righoldigt materiale, som burde kunne give vigtige forklaringsbidrag.<sup>1</sup> Det er imidlertid ret overraskende, hvor lidt denne rapport har været analyseret og inddraget i den danske debat om dette afgørende spørgsmål. Henset til, at den nuværende krise i hvert fald er den værste, der har ramt de vestlige lande siden 1930'erne, burde det være essentielt at forstå årsager til denne krise for om muligt at forebygge/neddæmpe kommende økonomiske kriser. Der er vel ikke længere nogen, der tror på en krisefri økonomi.

Det var naturligvis ikke kun forhold i de finansielle sektorer, der gjorde, at den efterfølgende økonomiske krise givetvis vil blive både lang og dyb. Uansvarlig finanspolitik i USA og i andre lande, herunder også i Danmark, se bl.a. Sørensen (2010), spiller også en væsentlig rolle herfor. I dette papir er det imidlertid forholdene i de finansielle sektorer, og først og fremmest kreditvurderingsbureauernes rolle, der betragtes.

*The Financial Crisis Inquiry Report* på i alt 633 tætskrevne sider indeholder utrolig megen information, især når det righoldige supplerende materiale tages i betragtning. Men det

er også en kompliceret rapport at forholde sig til, idet der er to mindretalsudtalelser. Kommissionen bestod af 10 medlemmer, hvoraf 6 var udpeget af Demokraterne og 4 af Republikanerne. Og de to mindretalsudtalelser kom fra de fire, der var udpeget af Republikanerne, opdelt på henholdsvis tre medlemmer og et medlem. Især mindretalsudtalelsen fra Peter J. Wallison, der er tilknyttet American Enterprise Institute, på 91 sider har også indholdsmæssig vægt. Kommissionsarbejdet i denne mindretalsudtalelse udsættes for en ganske alvorlig kritik – såvel fagligt som ledelsesmæssigt. Rapporten, bortset fra mindretalsudtalelserne, betegnes i det følgende for hovedrapporten, når det er relevant at sondre mellem flertal og mindretal.

Den faglige kritik fra Wallison er primært baseret på, at kommissionsflertallet efter hans vurdering ikke i tilstrækkelig grad har inddraget de politiske ønsker om at udbrede ejerboligen til flere – især mindre velstående – i kriseforklaringen. Mindretalsudtalelsen fra Wallison indeholder tillige en hård kritik af den måde, hvorpå flertallet har gennemført udredningsarbejdet.

Som fronterne er trukket op mellem demokrater og republikanere i USA, er det måske ikke overraskende, at det endte med en opdeling af rapporten efter politiske skillelinjer. Men opdelingen gør det nødvendigt at tage stilling til, hvordan informationerne fra kommissionens rapport kan bruges. Personligt foretrækker jeg principielt den kvantitativt orienterede undersøgelsesmetode, som Wallison har anvendt. Den mere fortællende eller narrative undersøgelsesmetode, som flertallet har baseret sig på i tilknytning til den meget omfattende anvendelse af interviews, gør det meget vanskeligt at afveje

betydningen af de forskellige årsagselementer, jf. også kritikken fra mindretallet på tre. Der lades dog ingen tvivl om, hvad flertallet tillægger helt overvejende vægt, jf. følgende fra sammenfatningen:

»We conclude the failures of credit rating agencies were essential cogs in the wheel of financial destruction. The three credit rating agencies (Moody's, Standard & Poor og Fitch, tilføjet) were key enablers of the financial meltdown. The mortgage-related securities at the heart of the crisis could not have been marketed and sold without their seal of approval. Investors relied on them, often blindly. In some cases, they were obligated to use them, or regulatory capital standards were hinged on them. *This crisis could not have happened without the rating agencies.* Their ratings helped the market soar and their downgrades through 2007 and 2008 wreaked havoc across markets and firms.«, side xxv (kursivering tilføjet). Dette uddybes nedenfor.

Når jeg til trods for præferencen for kvantitative undersøgelser alligevel i det følgende især vil basere mig på flertallets vurderinger, hænger det ikke alene sammen med det, der i hovedrapporten er anført om grundlaget for Wallison's kritik, men også sammen med, at jeg ikke finder, at Wallison's analyser fører til den konklusion, som han argumenterer for: at det primært var den føderalt formulerede boligpolitik over for mindre velstillede, der førte til og udløste finanskrisen. Selv om det lægges til grund, at den føderalt formulerede boligpolitik – hvis væsentligste element var, at de føderalt støttede realkreditinstitut-

ter Fannie Mae og Freddie Mac blev tvunget til at finansiere pantebrevslån til mindrebemidlede – var ødelæggende, fører det kun til, at det offentlige har måttet konstatere meget betydelige tab. Dette skyldes ganske enkelt, at både alle långivere til Fannie Mae og Freddie Mac og alle købere af værdipapirer udstedt af disse to institutter, bortset fra Finansministeriet, har fået, hvad de havde krav på.<sup>2</sup> Derfor holder hovedelementet i Wallison's kriseforklaring kun, hvis det – som han gør – lægges til grund, at de subprime og Alt-A pantebrev, som disse to institutter købte, fik afsmittende virkninger på private aktører.<sup>3</sup>

Den reduktion af pantebrevskvaliteten, som måtte være en følge af de pålagte købskvoter for de to realkreditinstitutter, skulle altså efter Wallison's kriseforklaring have forledt øvrige pantebrevskøbere til at lukke øjnene for den til subprime og Alt-A pantebrev knyttede risiko – og i øvrigt være fritaget for ansvar herfor. Betydelige private aktører, investeringsbanker som Lehman Brothers og bankholdingselskaber som Citigroup m.v., var aktive i hele kæden fra udstedelse af subprime og Alt-A pantebrev til afsætning og køb af de obligationer m.v., der var baseret herpå. Det var også tilfældet for de CDO og CDO<sup>2</sup>, se nedenfor, der indirekte var baseret herpå. Og disse højrisiko værdipapirer var Fannie Mae og Freddie Mac ikke involveret i, ligesom de subprime og Alt-A pantebrev, som blev opkøbt af Fannie Mae og Freddie Mac, var af betydelig højere kvalitet end de, der gik uden om Fannie Mae og Freddie Mac. Derfor holder Wallison's kriseforklaring ganske enkelt ikke, med mindre der anlægges et ekstremt synspunkt om, at

### Boks 1. Alt-A og subprime pantebrev samt FICO-skalaen

Alt-A pantebrev er mindre risikobehæftede end subprime pantebrev, men mere risikobehæftede end prime-pantebrev. Alt-A pantebrev har én eller flere svagheder/mangler i forhold til prime-pantebrev. Ufuldstændige oplysninger om bl.a. låntageren, lav FICO-pointtal, om end typisk højere end ved subprime pantebrev, og sikkerhed, som går op i den høje ende af boligens værdi, er typiske kendetegn ved Alt-A pantebrev.

Subprime pantebrev lider af de svagheder, som også karakteriserer Alt-A pantebrev og er endvidere karakteriseret ved, at låntageren har en plettet lånehistorie eller status, normalt defineret ved et FICO-pointtal under 660.

Subprime og Alt-A pantebrev betegnes også under et som inferiorø pantebrev.

FICO-skalaen er oprindeligt udviklet af Fair Isaac Corporation. Normalt går skalaen fra 300 til 850, idet pointtallet stiger med stigende kreditværdighed. Sædvanligvis opereres med fire hovedintervaller i långivningsøjemed: mindst 750: fremragende kreditværdighed, 749-720: meget god kreditværdighed, 719-660: acceptabel kreditværdighed; 659-620 dårlig, subprime kreditværdighed. Undertiden antages subprime kreditværdighed først at foreligge ved et pointtal under 620.

Der indgår fem typer af oplysninger i beregningen af pointtal under FICO-skalaen med hertil hørende vægte, jf:

Vægt, pct.	Indgående oplysninger
35	Oplysninger om hidtidig overholdelse af betalingsforpligtelser
30	Størrelsen af og udnyttelsesgraden af bevilligede lån
15	Hvor lang tid, som kendskabet til låntagers låneadfærd hidrører fra
10	Anvendelsen af forskellige former for låntagning
10	Oplysninger om låntagers seneste låneansøgninger

Hvordan, FICO-skalaen helt konkret beregnes, vides ikke, idet skalaen er privat udviklet.

kun »politiske fejl« indregnes, ligesom det endvidere må lægges til grund, at de private aktører var uden medskyld i, at de blev mere end smittet af Fannie Mae's og Freddie Mac's fejltagelser. Hertil kommer, at centrale tal for pantebrevsmarkedet i USA også modsiger Wallison's kriseforklaring. Fannie Mae og Freddie Mac's markedsandel for købte pantebreve faldt fra 57 pct. i 2003, til 42 pct. i 2004 og til 37 pct. i 2006, se side 105.

Det, som givetvis holder, er derimod, at den føderale regerings overtagelse 7. september 2008 af Fannie Mae og Freddie Mac grundet de tab, der måtte følge af købskvoterne for Fannie Mae og Freddie Mac og de hertil hørende politikker, vil påføre skatteyderne betydelige tab. Det skjules heller ikke af flertallet. Det anføres således i hovedrapporten, at der allerede er konstateret tab på 151 mia. \$ for skatteyderne (side 310), og at tabene for skatteyderne i henhold til Kongressens budgetkontor frem til 2019 kan komme op på 389 mia. \$ (side 322).

Men det var naturligvis ikke disse tab, der førte til Lehman Brothers konkurs, eller til at AIG måtte tilføres offentlige kapitalindskud på 182 mia. \$ for at overleve (side 350). De øvrige redningsaktioner for andre finansielle institutioner m.v. var heller ikke forårsaget af finansministeriets – eller rettere skatteydernes – tab i tilknytning til overtagelsen af Fannie Mae og Freddie Mac.

Som anført konkluderer flertallet, at "This crisis could not have happened without the rating agencies." På denne baggrund fokuseres her på den rolle, som de tre store kreditra-

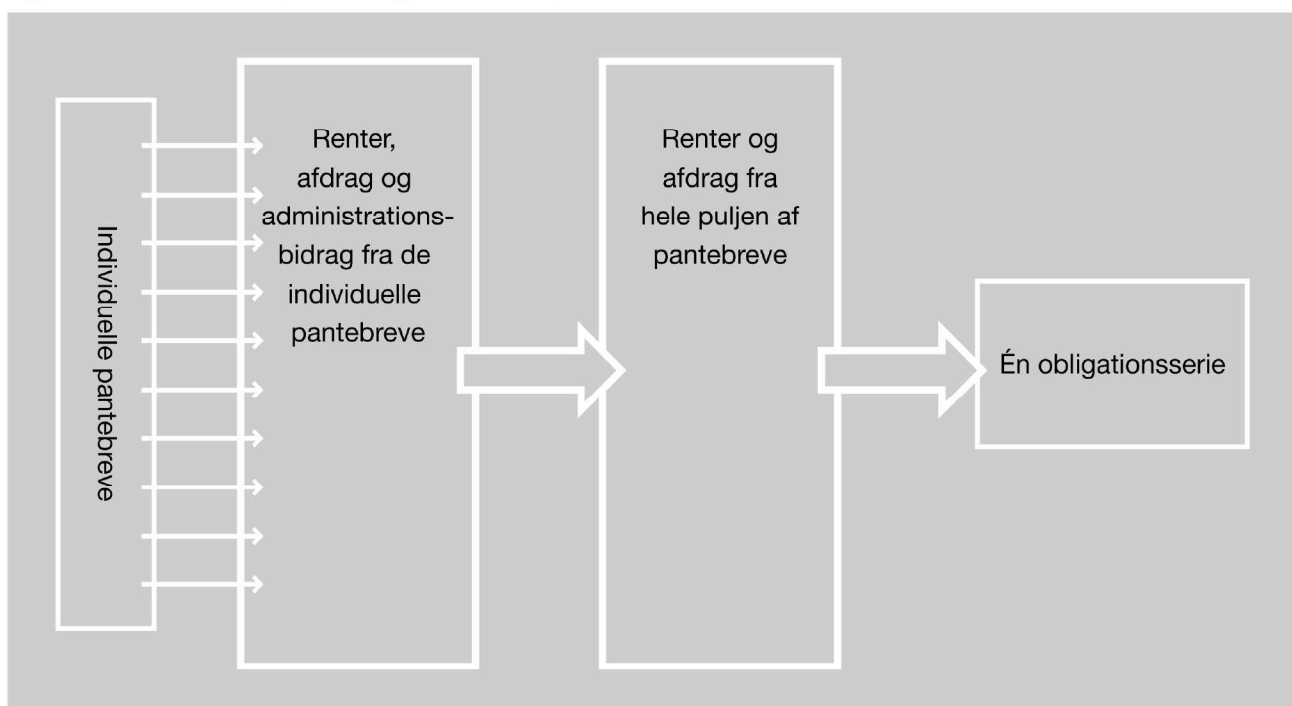
tingsbureauer, Moody's, Standard & Poor's og Fitch, havde i den proces, der førte til, at obligationer og andre værdipapirer som CDO'er m.v. baseret på subprime og Alt-A pantebreve kunne udstedes med urealistisk høje kreditvurderinger. Disse alt for høje kreditvurderinger var igen stærkt medvirkende til, at disse papirer fandt alt for villige købere.

#### Securitization og tranching

Securitization og tranching er to nøglebegreber, der er helt centrale, når finansieringsteknikken, som blev anvendt i relation til bl.a. belåningen af boligbyggeriet i USA, skal beskrives. Som danskere kender vi udmærket til securitization-elementet, idet det er den funktion, som er kernen i realkreditinstitutternes aktivitet.<sup>4</sup> Denne kerne er kendetegnet ved, at realkreditinstitutterne omdanner en pulje af individuelle pantebreve til ensartede massefordringer: rentebærende obligationer. Denne simple og yderst vigtige funktion er til stor fordel for såvel de, der opnår et pantebrevslån i et realkreditinstitut, som for de der køber de obligationer, som realkreditinstitutterne udsteder for at få midler til at yde de individuelle pantebrevslån. Det er køberne til disse obligationer, der i første omgang er långiverne. Denne sammenhæng er skitsret i figur 1.

Fordelene for låntagere i realkreditinstitutterne er, at de sædvanligvis opnår betydeligt bedre lånevilkår i form af bl.a. lavere rente, end de ellers ville kunne opnå ved f.eks. banklån eller ved udstedelse af private pantebreve.

Figur 1. Danske realkreditinstitutter og securitization



Når realkreditinstitutterne kan afsætte deres obligationer til en høj kurs og dermed lav rente hænger det sammen med den betalingsikkerhed, som er knyttet hertil.

Mens securitization er vel bekendt, er tranching ikke et element, der kendes fra den danske realkreditverden og vel næppe fra andre udbredte finansieringsformer her i landet.

Tranching indebærer, at de værdipapirer, f.eks. obligationer, der udstedes på basis af en pulje af f.eks. pantebreve, opdeles i flere særskilte serier med forskellig prioritet til de betalinger, der indkommer fra puljen af pantebreve. Figur 2 illustrerer, hvordan tranching ændrer figur 1. Tranching indebærer, at serie 1 har første ret til de betalinger, der indkommer fra de individuelle pantebreve, mens serie 2 først får ret til betalinger, når serie 1 har fået de betalinger, der tilkommer serie 1 og så fremdeles.<sup>5</sup>

I Financial Crisis Inquiry Report er der anvendt et gennemgående eksempel, benævnt CMLTI 2006 – NC2, til illustration af securitization og tranching. I dette eksempel indgik der 4.499 subprime eller Alt-A pantebreve med et pålydende på 947 mio. \$.

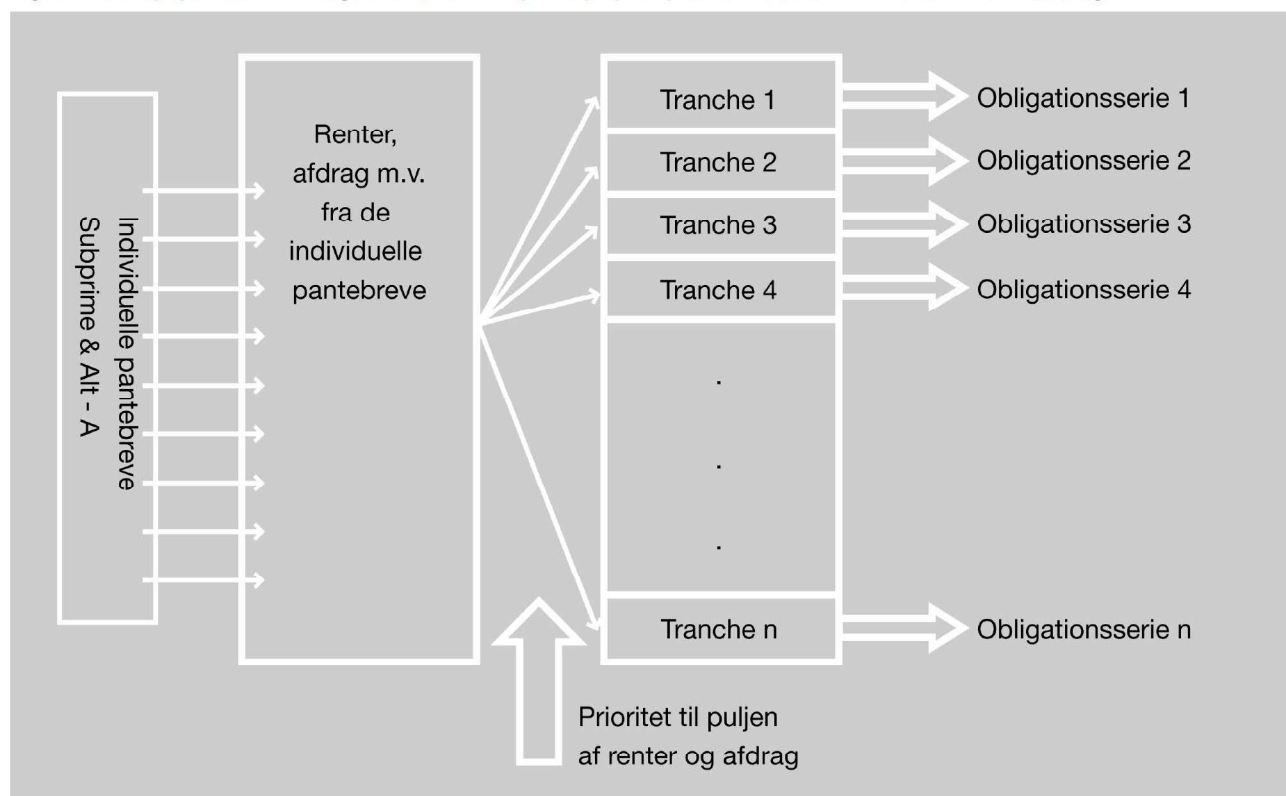
På basis af CMLTI 2006 – NC2 blev der udstedt 19 serier. Disse 19 serier blev opdelt i tre hovedgrupper: senior-(4),

mezzanin-(11) og residual-serierne (4). De fire seniorserier fik tilkendt den højeste mulige sikkerhed eller rating, nemlig AAA, som amerikanske statsobligationer. Dette skal endvidere ses i tilknytning til, at det var næsten 80 pct., nemlig 77,8 pct., af hele den nominelle værdi af pantbrevspuljen, der indgik i de fire seniorserier. Dette skete på trods af, at pantbrevspuljen bestod af subprime og Alt-A pantebreve! Inden det nærmere beskrives, hvordan det kunne lade sig gøre, er det nødvendigt at beskrive den meget risikofyldte finansieringsteknologi, der blomstrede op på det amerikanske marked.

Serie 6-14 i CMLTI 2006 – NC2 – altså mezzaninserier - blev helt eller delvist solgt til specielt oprettede enheder, der på basis heraf udstedte CDO'er. CDO står for Collateralized Debt Obligation og er blot en anden type af rentebærende fordringer eller obligationer. Det væsentligste kendetegn ved CDO'er, sammenlignet med de værdipapirer, der som ved CMLTI 2006 – NC2 blev udstedt på basis af subprime og Alt-A pantebreve, er, at de er udstedt på basis af afledte værdipapirer som serie 6-14 i CMLTI 2006 – NC2. Altså på basis af værdipapirer, hvortil betalinger først kan påregnes, når højere prioriterede værdipapirer er blevet tilgodeset. Det siger sig selv, at det stærkt øger risikoen ved CDO'er.

Det er i figur 3 illustreret, hvordan CDO'er blev skabt.

Figur 2. Værdipapirer, f.eks. obligationer, udstedt på en pulje af pantebreve, hvor der er anvendt tranching



Men det stoppede ikke engang med CDO'er. Kæden blev fortsat med CDO<sup>2</sup>. CDO<sup>2</sup> blev som CDO'er skabt ved, at lavere serier (nu fra CDO'er i stedet for obligationsserier – også typisk fra mezzaninserie) blev anvendt som grundlag for udstedelse af disse værdipapirer. CDO<sup>2</sup> er derfor endnu mere risikobehæftede end CDO'er.

Forblændelsen af udsigten til de relativt høje afkast, som CDO'er og CDO<sup>2</sup>'er osv. stillede i udsigt, var så stor og fornemmelsen for risiko så lille i boom-årene, at der også blev udstedt såkaldt syntetiske CDO'er. Syntetiske CDO'er afviger fra alm. CDO'er ved, at de ikke er baseret på køb af faktiske obligationstrancher, som det er tilfældet for alm. CDO'er, jf. figur 3. Syntetiske CDO'er *afspejler* derimod en eller flere faktiske CDO'er (og evt. også andre faktisk eksisterende værdipapirer). I den følgende beskrivelse forudsættes – for ikke unødigt at komplicere fremstillingen – at den syntetiske CDO fuldt ud afspejler én og kun én alm. CDO.

En investor kan f.eks. placere i tranche 7 i en syntetisk CDO. Herved opnås samme ret til betaling af rente og afdrag som en investor, der har placeret samme beløb i tranche 7 i den underliggende faktiske CDO.

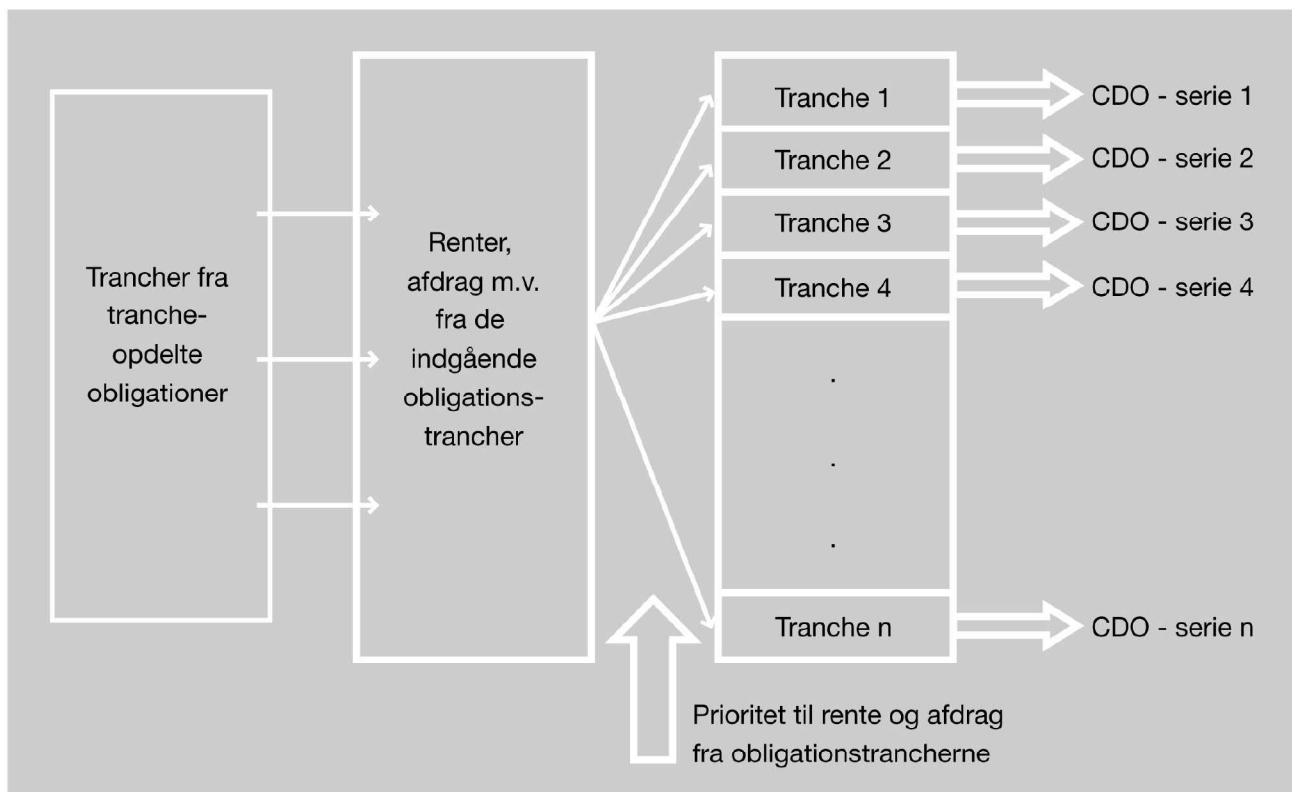
Fordelen ved syntetiske CDO'er var, at alt besværet med at etablere og udvikle faktiske CDO-værdipapirer kunne undgås,

idet syntetiske CDO'er jo blot afspejlede allerede eksisterende værdipapirer. Appetitten på finansmarkederne var i perioder så stor, at det var vanskeligt at fremskaffe et tilstrækkeligt antal pantebreve i fødekæden til CDO'er, hvorfor dette »problem« kunne løses med syntetiske CDO'er.

Syntetiske CDO'er tjente ikke blot til at imødekomme placements- og lånedispositioner. Der blev også tegnet forsikringer eller indgået væddemål på basis heraf. Køb i en tranche i en syntetisk CDO kunne suppleres med en forsikring, som ville sikre køberen betaling af forfaldne beløb plus restbeløb, hvis rente- og afdragsbeløb ikke blev modtaget. Disse kreditforsikringer, der også betegnes Credit Default Swaps eller kort CDS'er, blev især tegnet af forsikringselskaber som AIG, men også af investeringsbanker. Præmierne for disse CDS'er var imidlertid alt for lave, fordi risikoen ved CDO'er – under aktiv medvirken af kreditvurderingsbureauerne – blev groft undervurderet, se Coval et al (2009). Og selv de største selskaber som f.eks. AIG havde ikke selv udviklet risikomodeller, hvorfor de havde gjort sig selv afhængige af kreditvurderingsbureauernes vurderinger!

Disse forsikringer kunne også tegnes af andre end køberne af trancher i syntetiske CDO'er. I disse tilfælde var der således tale om rene væddemål mellem to parter, idet der ikke var noget underliggende at forsikre.

Figur 3. CDO'er udstedt på obligationstrancher



### Kreditvurderingsbureauernes svigt

Som det fremgik af CMLTI 2006 – NC2 vurderede kreditvurderingsbureauerne i dette tilfælde, der betragtes som et typisk tilfælde i FCIR, at omkring 80 pct. af de værdipapirer, der blev udstedt på basis af subprime og Alt-A pantebreve igennem tranching kunne gives den højeste rating, nemlig AAA. Det er ikke blot efterfølgende, at der er blevet givet udtryk for, at alkymi åbenbart trivedes for fuld udblæsning – nu dog ikke i tilknytning til faktisk guldproduktion, men indirekte via kreditvurderingsbureauerne. Dette blev også påpeget i forløbet – og endvidere også ignoreret af centrale aktører og tilsynsmyndigheder.

Redskaberne i kreditvurderingsbureauerne var ikke underlige væsker og ildprocesser o. lign., men risikomodeller. Som i H.C. Andersens historie, Kejserens nye klæder, ville for mange af de centrale aktører ikke vise eller være ved, at de ikke forstod de modelresultater, som var produceret på basis af indviklet matematik og sandsynlighedsregning, der var yderligere kompliceret af, at der stort set ikke var historiske data at trække på.<sup>6</sup> Men uanset hvor avancerede formler og lign., der anvendes i modeller, burde det uden videre være klart, at de resultater, der kommer ud af en model, ikke er bedre end de forudsætninger, som resultaterne begrundes med.

De to afgørende forudsætninger, som blev anvendt – og som ikke holdt – var for det første, at det i langt de fleste af de mange gennemregnede scenarier blev lagt til grund, at huspriserne fortsat ville stige. Moody's antog således i gennemsnit en årlig husprisstigning på hele 4 pct. (se side 28 og 120) over de simulerede scenarier.<sup>7</sup> For det andet – og også afgørende – blev det lagt til grund, at der kun var beskeden korrelation mellem låntagernes betalingsevne (se side 128 og 147). Denne forudsætning, om mere eller mindre stokastisk uafhængighed, brød naturligvis også sammen, da huspriserne fra april 2006 begyndte at falde på nationalt niveau i USA.

Som anført er det en afgørende konklusion i Financial Crisis Inquiry Report, at finanskrisen ikke kunne være sket uden kreditbureauernes afgørende fejltagelser eller svigt, jf.: »This crisis could not have happened without the rating agencies.« Hvilken betydning, hhv. manglende kompetence og pekuniære hensyn har haft for dette resultat, er ikke ligetil at afgøre. Men som det fremgår nedenfor, har pekuniære hensyn fået betydelig større vægt efter, at kreditvurderingsbureauerne blev børsnoterede. I denne sammenhæng skal også anføres, at der fra flere sider blev advaret mod kreditvurderingsbureauernes risikovurdering, se side 20, 190 og 194, ligesom risikomodellernes antagelser specifikt blev kritiseret, se side 28, 127-29 og 148.

### Læren fra kreditvurderingsbureauernes virke

Den funktion, som kreditvurderingsbureauerne skal udfylde, er yderst vigtig. Det kan være meget kostbart at gennemføre risikovurderinger af finansielle produkter og kræver i flere tilfælde en meget specialiseret viden.

Hvis der ikke er tillid til, at kreditvurderingsbureauernes risikovurderinger er retvisende, betyder det, at de, der har kapital at placere, tvinges til selv at gennemføre deltaljerede risikovurderinger. I så fald stiger også de samfundsøkonomiske omkostninger herved, idet det bliver langt flere, der må beskæftiges med sådanne vurderinger.

Kreditvurderingsbureauernes centrale rolle er på mange måder også lovbestemt, idet f.eks. kapitalkrav til finansielle institutioner kan være afhængige af ratingen af de værdipapirer, der placeres i. Typisk aftager kapitalkravene ved høj rating, ligesom der kan være andre fordele knyttet til høj rating. Hertil kommer, at der er lovbestemmelser om, at pensionskasser, en række finansielle institutioner o. lign. kun må placere i værdipapirer, der har en høj rating. Den heraf følgende fordel for ratingsbureauerne betegnes lidt ironisk i FCIR ved udtrykket: »In the business forevermore«, se side 118-119 hvor bl.a. dette er nærmere uddybet.

Erfaringerne fra den finansielle krise viser, at det nuværende setup må revurderes. Det er eksempelvis åbenbart, at det er problematisk at overlade sådanne funktioner til private profit-søgende selskaber. I denne sammenhæng er det også relevant at fremhæve, at dette problem i henhold til kommissionen er øget efter, at de amerikanske kreditvurderingsbureauer er blevet omdannet til børsnoterede selskaber. Den måde, som overgangen til børsnotering påvirkede Moody's på, er således beskrevet i FCIR:

“Many former employees said that after the public listing (i 2000, tilføjelse), the company culture changed – it went ‘from [a culture] resembling a university academic department to one which values revenues at all costs.’ The former managing director Jerome Fons, who was responsible for assembling an internal history of Moody's agreed: ‘The main problem was ... that the firm became so focused, particularly the structured area, on revenues, on market share, ... , that they willingly looked the other way, traded the firm's reputation for short-term profits.’”, side 207.

Hvordan Moody's blev påvirket blev yderligere således uddybet af Fons og Kimball:

“Former managing director Fons suggested that Moody's was complaisant when it should have been principled: ‘[Moody's] knew that they were being bullied into caving in to bank pressure from the investment banks and originators of these things. ... Moody's allow[ed] itself to be bullied. And, you know, they willingly played the game. ... They could have stood up and said, I'm sorry, this is not –we're not going to sign off on this. We're going to protect investors. We're going to stop – you know, we're going to try to protect our reputation. We're not going to rate these CDOs, we're not going to rate these subprime RMBS (Residential Mortgage Backed Securities, tilføjelse).’”

Kimball (Chief Credit Officer Andrew Kimball hos Moody's, tilføjelse) elaborated further in his October 2007 memorandum:

“Ideally, competition would be primarily on the basis of ratings quality, with a second component of price and a third component of service.

Unfortunately, of the three competitive factors, rating quality is proving the least powerful given the long tail in measuring performance. ... The real problem is not that the market does underweights [sic] ratings quality but rather that, in some sectors, it actually penalizes quality by awarding rating mandates based on the lowest credit enhancement needed for the highest rating. Unchecked, competition on this basis can place the entire financial system at risk. It turns out that ratings quality has surprisingly few friends: issuers want high ratings; investors don't want rating downgrades; and bankers game the rating agencies for a few extra basis points on execution.”, side 210-211, (Fons interview og Kimball memorandum).

En nærliggende konklusion synes på denne baggrund at være at overføre denne opgave til centralbankerne, eventuelt i et samarbejde med centralbankernes centralbank BIS (Bank for International Settlement), som i øvrigt spiller en meget fremtrædende rolle i udformningen af kapitaldækningsreglerne i henhold til Basel-aftalerne.<sup>8</sup> Forslaget herom skyldes den fremtrædende rolle centralbankerne ofte får, når den private

sektor ikke selv kan rydde op efter finanskriser o. lign. I denne sammenhæng kunne der overvejes en to-delt opgavefordeling, hvorefter centralbankerne står for den principielle godkendelse af de instrumenter, som den finansielle sektor må handle og placere i med kapitalkrav under 100 pct.<sup>9</sup> Den konkrete risikovurdering af instrumenter, der er godkendt af centralbankerne, kunne overlades til private kreditvurderingsbureauer, idet de dog dels skal følge de retningslinjer, som fastsættes af centralbankerne for risikovurderingen, ligesom centralbankerne skal foretage stikprøvekontrol af konkrete vurderingers rigtighed.

Der er naturligvis også en række andre muligheder. Efter udbruddet af finanskrisen blev det fra tysk side foreslået, at der på europæisk plan burde tages initiativ til et europæisk kreditvurderingsbureau, idet alle tre store kreditvurderingsbureauer, Moody's, Standard & Poor's og Fitch, er amerikanske. Men foreløbigt synes dette forslag desværre ikke at have fået tilstrækkelig opbakning. Et sådant initiativ kunne knyttes til den europæiske centralbank. Et europæisk initiativ er også begrundet i, at der foreligger en domstolsafgørelse af, at de amerikanske ratingsbureauer ikke er erstatningspligtige for selv åbenbart fejlagtige vurderinger. Disse er, i henhold til First Amendment til den amerikanske forfatning, kun udtryk for meninger.<sup>10</sup> Standardformuleringen af Moody's ansvarsfraskrivning lyder således: “The ratings are, and must be construed solely as, statements of opinion and not statements of fact or recommendations to purchase, sell, or hold any securities.”, se side 120.

#### LITTERATURLISTE

Financial Crisis Inquiry Commission 2011. *Financial Crisis Inquiry Report*. Washington, D.C.  
 Coval, J., J. Jurek, and E. Stafford 2009. The Economics of Structured Finance. *Journal of Economic Perspectives* 2009:1:3-25.  
 Dokko, J., B. Doyle, M.T. Kiley, J. Kim, S. Sherlund, J. Sim, and S. Van den Heuvel 2009. Monetary Policy and the Housing Bubble. *Finance and Economic Discussion Series 2009-49*. Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs. Federal Reserve Board, Washington, D.C.  
 Lanchester, J. 2010. *Whoops! Why Everyone Owes Everyone and No One Can Pay*. Allen Lane.  
 McDonald, L. G. with P. Robinson 2009. *A Colossal Failure of Common Sense. The Inside Story of the Collapse of Lehman Brothers*. Crown Business.  
 Sørensen, C. 2010. Historisk uansvarlig finanspolitik og rådgivning. *Samfundsoekonomen* 2010:2:9-14.

#### NOTER

1. Sidehenvisninger uden eksplicit kildeangivelse er til denne rapport, Financial Crisis Inquiry Report, der også kort betegnes FCIR, ligesom Financial Crisis Inquiry

Commission kort betegnes FCIC. Det er i øvrigt bemærkelsesværdigt, at der ikke her i landet er nedsat en generel undersøgelseskommission, der skal forsøge at udtrække læren af de mange sammenbrud og svigt i den finansielle sektor m.v. Dette er dog vedtaget i tilknytning til finansloven for 2012.  
 2. Dette fremgår også af Wallison's mindretalsudtalelse, se side 466.  
 3. Der er ingen entydig definition af subprime og Alt-A pantebreve – i hvert fald ikke over den betragtede årrække. Dette er en del af baggrunden for den forskellige vurdering af købskvoternes betydning i hovedrapporten og i Wallison's mindretalsudtalelse.  
 4. Securitization betegnes også securitisering på dansk, jf. Babic, B. og A.-S. R. Rasmussen 2010. Reguleringsinitiativer på det finansielle område. Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt, 1.kv. 2010*.  
 5. De værdipapirer, der udstedes efter tranching, betegnes også strukturerede værdipapirer.  
 6. For en mere farverig fremstilling af anvendelsen af matematiske modeller og sandsynligheder kan henvises til kapitel 10 i Lanchester (2010).

7. Når det især er oplysninger fra og kommentarer i tilknytning til Moody's, der benyttes her, hænger det sammen med, at FCIC udvalgte Moody's som repræsentant for kreditvurderingsbureauerne i dets casestudie heraf. Forholdene her var næppe værre eller bedre end i de øvrige kreditvurderingsbureauer, jf. også kommissionens rapport. Af Coval et al (2009) fremgår bl.a., at Fitch i deres risikovurderinger ikke havde anlagt scenarier med husprispåfald.  
 8. Erfaringerne fra finanskrisen viser, at det kan være behæftet med alvorlige problemer, at Basel II reglerne stiller mindre krav til kapitaldækningen, hvis de finansielle institutioner selv udvikler risikovurderingsmodeller, se side 170-71 og side 196.  
 9. Kapitalkrav på 100 pct. for meget usikre aktiver er ikke ukendt, jf. f.eks. side 99.  
 10. First Amendment: “Congress shall make no law respecting an establishment of religion, or prohibiting the free exercise thereof; or abridging the freedom of speech, or of the press; or the right of the people peaceably to assemble, and to petition the government for a redress of grievances.”