

# **Overføring av skjult risiko**

- Med finanskrisen som eksempel

**Av Rita Selvig Nese**

**Masteroppgave i økonomi og administrasjon  
Spesialisering Risikostyring**

Samfunnsvitenskaplig fakultet, Institutt for økonomi og ledelsesfag  
Universitetet i Stavanger  
**Juni 2011**



Universitetet  
i Stavanger

**DET SAMFUNNSVITENSKAPELIGE FAKULTET,  
HANDELSHØGSKOLEN VED UIS  
MASTEROPPGAVE**

STUDIEPROGRAM:

**Master i Økonomi og Administrasjon**

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN  
FØLGENDE  
SPESIALISERINGSRETNING:

**Risikostyring**

TITTEL: **Overføring av skjult risiko - med finanskrisen som eksempel**

ENGELSK TITTEL: **Transfer of risk – based on the events of the financial crisis**

FORFATTER

Studentnummer:

**951863**

Navn:

**Rita Selvig Nese**

VEILEDER:

**David Häger**

OPPGAVEN ER MOTTATT I TO – 2 – INNBUNDNE EKSEMPLARER

Stavanger, ...../..... 2011 Underskrift administrasjon:.....

## **Forord**

Denne oppgaven er den avsluttende delen av den toårige mastergraden Økonomi og Administrasjon ved Universitetet i Stavanger. Jeg vil gi en takk til min veileder David Häger for inspirasjon og gode råd underveis i arbeidet med denne masteroppgaven.

Stavanger, juni 2011

Rita Selvig Nese

## **Innholdsfortegnelse**

1. Sammendrag .....	5
2. Innledning .....	6
2.1 Overføring av risiko som tiltak for risikohåndtering .....	6
2.2 Samspill mellom risikotyper .....	8
2.3 Problemstillingen .....	10
3. Kredittratingbyråer .....	12
3.1 Historien bak kredittratingbyråene .....	12
3.2 Kredittvurderingsprosessen .....	15
3.2.1 Verdipapirisering av Residential Mortgage Backed Securities (RMBS) .....	15
3.2.2 Verdipapirisering av Collateralized Debt Obligations (CDO) .....	17
3.2.3 Rating av RMBS .....	17
3.2.4 Rating a CDO .....	20
3.2.5 Kredittvurderingens egenskaper .....	20
3.2.6 Regulatorisk bruk av ratinger .....	22
3.3 Regulering av Kredittrating-industrien før finanskrisen .....	23
3.3.1 Internasjonal regulering .....	23
3.3.2 Regulering av kreditt ratingbyråer innen EU .....	25
3.3.3 Regulering av kreditt rating byråer i USA .....	26
4. Kredittrating og innflytelsen av manglende risikostyring .....	28
4.1 Funn fra granskningene hos kreditt ratingbyråene .....	28
4.2 Kredittratingens kvalitet og manglende risikostyring .....	33
5. Kredittvurderingens innflytelse på finansinstitusjonene .....	35
5.1 Asymmetrisk informasjon og moral hazard .....	35
5.2 Overføring av risiko .....	37
6. Veien videre .....	39
6.1 Regulering av ratingbyråene etter finanskrisen .....	39

6.2 Supply Chain Management (SCM) som tiltak for regulering .....	41
7. Konklusjon.....	44
8. Referanseliste.....	45
8.1 Bøker og artikler.....	45
8.2 Web sider.....	46

## 1. Sammendrag

De tre kredittratingbyråene, Moody's, S&P og Fitch, ses på som en av nøkkelårsakene til kollapsen i det finansielle markedet i 2007. Byråene produserte topp ratinger på Collateralized Debt Obligations (CDO), som i forkant av finanskrisen ble spredt til investorer verden over. Som en metode for å redusere og overføre risiko, solgte banker lån til investeringsbanker som videre utstedte verdipapirer på lånene. Det skulle vise seg at CDO'ene ikke var så risikoreduserende som de var ment, da sannheten så dagens lys. Verdipapirene var pant på masse råtne lån av typen subprime lån. Det var lån som var gitt til låntakere som ble ansett å ha dårlige forutsetninger for å betale tilbake lånet. Ratingbyråene burde ha klart å estimere risikoen ved verdipapirene. Men på grunn av manglende risikostyring publiserte de forventningsskjeve ratinger.

Problemet jeg med dette ønsker å løse er; hvordan påvirket manglende risikostyring i ratingbyråene Fitch, Moody's og S&P risikotakingen i det finansielle markedet og resulterte i en skjult spredning av risiko?

For å løse problemstillingen har jeg tatt utgangspunkt i teori om finanskrisen og kredittratingbyråenes virksomhet. Oppgaven viser at det var en rekke med feil i modellene som ble brukt av byråene, egne forutsetninger ble også lagt til i modellene og byråene ble påvirket av lønnsomme avgifter som ble betalt for publiseringen av gode ratinger. Tross at analytikere i byråene var klar over feilene de gjorde, hindret ikke det dem å tilfredsstille betalerne. Gjennom ratingbyråene fikk obligasjonsutstederne lov til å sende ut ukorrekt informasjon ut til mulige investorer.

Som en reaksjon på krisen ble kredittratingbyråene pålagt retningslinjer. EU gikk sterkere til verks med reguleringen enn det som ble gjort i USA. Helt klart trengs det en grad av tilsyn. En mulig vinkling kan være å inkludere ratingindustrien i supply chain management.

## 2. Innledning

### 2.1 Overføring av risiko som tiltak for risikohåndtering

Risikohåndtering er tiltak ledelsen i bedriften går inn for etter å ha vurdert risikoer som er relevante for deres drift. I rammeverket for helhetlig risikostyring (2004), av The committee of sponsoring organisations (COSO), deles risikohåndtering inn i de fire **T**'ene;

Terminate – med denne type håndtering velger man å eliminere omstendighetene som tillater risikoen å være tilstede. Med dette kan det for eksempel være å unngå å utføre et bestemt prosjekt eller bestemme seg for ikke å gå inn i et nytt marked.

Treat – ved å behandle risikoen går man inn for tiltak for å redusere sannsynligheten for og/eller konsekvensen av risikoen, skulle den oppstå.

Tolerate – ved å akseptere risikoen velger man ikke å sette i gang tiltak for å motvirke sannsynligheten eller konsekvensen av den.

Transfer – innebærer å overføre risikoen i andel eller i sin fullstendige helhet til en annen organisasjon/enhet.

Jeg vil her se nærmere her på hva ”*Transfer*” (overføring) innebærer som et risikoreducerende tiltak. Eksempler på slike tiltak gis også av COSO:

Forsikring mot uventede tap - Forsikring er en kontrakt mellom forsikringskjøperen og forsikringsutstederen som gir forsikringskjøperen muligheten til å redusere og omfordele risiko. Man gjør en avtale om at en kompensasjon skal utbetales til forsikringskjøperen dersom en bestemt hendelse inntreffer, mot at den forsikrede betaler utstederen en fast kostnad, kalt forsikringspremie, som betaling for forsikringen.

Fellesforetak (joint ventures) - Et fellesforetak er en juridisk samarbeidsavtale hvor to eller flere deltakere, i en begrenset tidsperiode, inngår i en investering eller i et prosjekt for å oppnå felles profitt. Generelt bidrar alle deltakerne med eiendeler og deler på risikoen. Deltakerne i fellesforetak kan være fysiske personer, en gruppe med fysiske personer, selskap og korporasjoner. Avtalen blir ofte brukt for prosjekter som er for store eller for risikofylte til å utføre alene. Organisasjonstypen blir vidt brukt av selskap som ønsker innpass i utenlandske markeder. Dette gjøres ved at utenlandske selskap oppretter avtale med innenlandske selskap som allerede opererer i markedene som det utenlandske selskapet ønsker tilgang til. Vanligvis tilbyr det utenlandske selskapet ny teknologi og forretningspraksis inn i samarbeidet, mens det

innenlandske selskapet innehar fordelen av at den kjenner til det lokale markedet, dens forretningspraksis, hvordan å forholde seg til staten og sysselsetting. I tillegg er selskapet allerede markedsført lokalt.

Syndikatavtaler - Et syndikat er en metode til å spre risiko og blir oftest brukt for store investeringer. Det er en sammenslutning av et antall investorer som går inn for å gjøre en investering eller for å gi lån. Et eksempel er forsikringsinstitusjonen Lloyd's, også kalt Lloyd's of London. Lloyd's er ikke et selskap men et marked med medlemmer som går sammen til et syndikat for å forsikre og gjenforsikre risiko. Den driver virksomhet i over 200 land og områder verden over (Lloyd's, 2010).

Gjør Lloyd's syndikatet profitt vil alle medlemmene ta del i profitten i et forhold som er lik den andelen medlemmet har skutt inn av totalkapitalen. Skulle syndikatet gå i tap, vil hvert medlem bedt om å stå til ansvar for sin andel i tapet. Dersom et medlem misligholder sin andel av ansvaret for tapet kan de overstående medlemmene også bli ubegrenset ansvarlig for andelen til medlemmet. Ettersom medlemmene i syndikatet er ubegrenset ansvarlig med personlige eiendeler er slike avtaler risikabel forretning. Derfor kreves det at et medlem har en viss størrelse på personlige eiendeler og at 50 % av disse investeres i Lloyd's for å kunne delta i syndikatet (David & Stewart, 2010).

Finansielle instrumenter - Finansdepartementet definerer finansielle instrumenter basert på IAS 39<sup>1</sup> som "Et finansielt instrument er enhver kontrakt som både gir opphav til en finansiell eiendel<sup>2</sup> for et foretak og en finansiell forpliktelse<sup>3</sup> eller et egenkapitalinstrument<sup>4</sup> for et annet foretak" (Finansdepartementet, 2002)

Utkontraktere forretningsprosesser (outsourcing) - Når man utkontrakterer forretningsprosesser får man bestemte oppgaver utført av en utenforstående leverandør. Avtalen kan gjøres både innad i et konsern eller man kan kjøpe tjenester fra uavhengige leverandører.

---

<sup>1</sup> IAS 39 er kallenavnet på en regnskapsstandard som ble innført i den Europeiske unionen i 2004 som regulerer regnskapsføring og måling av finansielle instrumenter (Searjeant, 2004)

<sup>2</sup> Med finansielle eiendeler menes for eksempel utlån, fordringer, obligasjoner, sertifikater, eierinteresser i et annet foretak (som aksjer, grunnfondsbevis, andeler i ansvarlig selskap og lignende), og finansielle derivater (som for eksempel rente- og valutabytteavtaler, opsjoner, fremtidige renteavtaler og finansielle terminkontrakter) (Grønland, 2009).

<sup>3</sup> Eksempler på finansielle forpliktelser er innlån, utstedte obligasjoner, finansielle derivater og leverandørgjeld (Grønland, 2009)

<sup>4</sup> Et egenkapitalinstrument er et finansielt instrument som gir adgang til å bli eier i selskapets egenkapital ved for eksempel å utstede tegningsretter, tegningsrettsaksjer og frittstående tegningsretter (Grønland, 2009).



Dele risiko gjennom kontraktmessige avtaler med kunder, leverandører eller andre forretningspartnere - Kontraktmessig avtale defineres som et rettskraftig og frivillig løfte som utveksles mellom to eller flere parter for å opprettholde vilkårene i løftet i bytte mot noe av verdi kjent som vederlag (Walston-Dunham, 2009). Eksempel på en slik avtale kan være en enighet mellom den som søker å dele risiko og en annen part, for eksempel kunden, om en fast pris for en/flere tjenester for å redusere usikkerhet knyttet fremtidige kostnader.

Ovenfor er eksempler på hvordan risiko kan overføres som et risikoreducerende tiltak. Det jeg senere vil komme frem til er hvordan et forsøk på å overføre risiko kan mislykkes og resultere i en annen overføring enn det var hensikten.

## **2.2 Samspill mellom risikotyper**

Finansindustrien har etter hvert begynt å få en idé av at risikostyring bør implementeres globalt, på tvers av forretningsområder og etter ulike typer risiko. Dette er grunnet ulike faktorer som (1) kan gi økende eksponering til globale kilder til risiko ettersom finansinstitusjonene utvider sine virksomheter over landegrensener, (2) samhandlinger mellom risikofaktorer og (3) sammenhenger i produkter på tvers av markedets risiko typer, så vel som andre typer finansielle risikoer. Med tanke på slike sammenhenger blir det viktig å ta i betraktning korrelasjoner blant risikoer og produkter (Jorion, 2007).

Risikoer kan ikke alltid med enkelhet deles inn i separate båser. Operasjonell risiko kan for eksempel resultere i markeds og kredittrisiko, og omvendt. Et eksempel er sikkerhetsstillelse i Credit Default Swaps (CDS) hvor kredittrisiko reduseres med hyppig ”marking to market”<sup>5</sup>. Det vil likevel være et større behov for styring og ledelse i forhold til kontantstrømmene som igjen kan lede til operasjonell risiko og likviditetsrisiko. På motsatt side kan en operasjonell feil, som en feiltakelig bekreftelse av en derivathandel, føre til en feilvurdert prissikring og dermed øke eksponeringen til markedsrisiko. Inntasting av feil data omgitt en CDS kan gi feilaktige markedsrisiko målinger likeså gi feil kreditteksponeringer. En CDS er et finansielt instrument som gir forsikring mot risikoen for mislighold fra et bestemt selskap. Selskapet kalles referanseenheden, og misligholdet fra selskapet kalles kreditthendelsen. Kjøperen av

---

<sup>5</sup> Mark-to-market er en daglig registrering av markedsprisen på en eiendel/portefølje (Hull, 2010).

CDS'en får rettigheten til å selge obligasjonene som er utstedt av det nevnte selskapet til pålydende når en kreditthendelse oppstår. (Hull, 2010).

Man ser at operasjonell risiko er et resultat av hurtig teknologisk innovasjon, revolusjonerende utviklinger i informasjonsnettverk, finansiell deregulering og globalisering (Chernobai, Fabozzi, Rachev, 2007). Operasjonell risiko defineres som risiko for tap som følge av utilstrekkelige eller sviktende interne prosesser eller systemer, menneskelige feil, eller eksterne hendelser. Etersom institusjoners aktiviteter er blitt mer komplekse har dette også gitt en utvikling i deres operasjonelle risikoprofiler. Den økende automatiseringen i arbeidsaktivitetene har generelt redusert frekvensen av menneskelige feil i en del institusjoner, men samtidig har risikoen økt for systemfeil fra sammenkoblede interne og eksterne systemer. Likevel viser antallet høyprofilerte tap i næringen at risikoen for menneskelige feil er betydelig.

Ved å ta i bruk tiltak for risikohåndtering som nevnt i forrige del kapittel har man muligheten til å unngå negative utfall som kan føre til tap, eventuelt større tap enn man er villig eller i stand til å godta. Det kan også da være viktig å ta i betraktning kilder som kan påvirke utfallet av risikohåndteringen i den retning at den sprer eller utgjør en ny type risiko. Et eksempel er hvordan kreditt derivater førte til systemisk risiko for verdensøkonomien da finanskrisen inntraff i 2007. Med systemisk risiko menes risikoen for at et helt finansielt system/marked feiler (Hull, 2010).

*"Risk transfers, such as credit derivatives, can be a benefit if they are well-managed. But they are a risk to the unwary. Managed well, they can diversify a firms risk; managed badly they will concentrate it."*

(Clive Briault, 2002)

### 2.3 Problemstillingen

Da verdensøkonomien i 2007 fikk se starten på det som er blitt antatt å være den verste finanskrisen siden den store depresjonen i 1930-årene, ble blikket rettet mot de tre store kredittratingselskapene

I forkant av det verden i dag kjenner som finanskrisen, finansierte banker og boliglånsmeglere boliglån ved å selge dem i form av obligasjonsformen CDO (Collateralized debt obligations) til investorer verden over i et forsøk på å spre/overføre kredittrisikoen ved lånene. CDO'ene besto av porteføljer med boliglån av ulik kvalitet. I perioden 2003 til 2007 var det en usedvanlig stor økning av andel med subprime lån i porteføljene. Det var lån gitt til låntakere med dårlige økonomiske forutsetninger. Med andre ord, lån med høyere kreditt risiko. Likevel fortsatte ratingbyråene å tildele CDO'ene den høyeste ratingen.

Ettersom markedet for boliglån-CDO'er ekspanderte valgte investorer i sin tur å forsikre de oppkjøpte obligasjonene gjennom Credit Default Swaps (CDS) som ble tilbudt av flere forsikringsselskaper. Obligasjonene mistet sin verdi da låntakerne i de pantsatte subprime-lånene ikke var i stand til å oppfylle lånene og dermed forfalt. Ettersom obligasjonene og tilhørende forsikringer var blitt spredd verden over fikk det store konsekvenser for verdensøkonomien.

Granskning av hendelsen har funnet bevisfor at det var manglende styring av operasjonell risiko hos flere av aktørene som hadde tilknytning til obligasjonene. Den manglende risikostyringen resulterte i at det ble overført større risiko til for eksempel eiere av CDO'ene enn det sistnevnte tilsynelatende hadde kjennskap til. Den da administrerende direktøren i AIG Financial Products corporation (AIGFP), uttalte rett før utbruddet av finanskrisen at det var umulig å kunne se for seg at penger ville gå tapt i transaksjonene som ble gjort i CDS'ene. Uttalelsen sier noe om at man ikke har vært i stand til å vurdere eller tatt hånd om størrelsen på risikoen som var bundet i produktene ettersom AIG kort tid etter ble hardt rammet av de samme transaksjonene det ble gjort uttalelser om.

Granskningen hos ratingbyråene derimot har funnet tilstrekkelige beviser for at analytikerne som jobbet med porteføljene med lån oppdaget hvor stor risiko porteføljene innebar, men valgte likevel å tilby CDO'ene med de underliggende lånene den beste ratingen som den opplagt ikke fortjente (SEC, 2008). På denne måten la de bevisst skjul på den reelle risikoen ved å investere i produktet og valgte å la være å ta ansvar for faresignalene de oppdaget.

Jeg ønsker å kartlegge hvordan en risiko hos en finansinstitusjon kan overføres, transformeres og utgjøre en skjult risiko for en annen finansinstitusjon. Dette vil jeg gjøre ved å ta utgangspunkt i ratingselskapenes virksomhet og ved å studere hvordan de 3 store ratingselskapene Moody's, Standard & Poor's og Fitch opererte i forløpet før finanskrisen så dagens lys i 2007. Min problemstilling for denne masteroppgaven er som følger;

**Hvordan påvirket manglende risikostyring i ratingbyråene Fitch, Moody's og S&P risikotakingen i det finansielle markedet og resulterte i en skjult spredning av risiko?**

Målsetninger jeg vil sette meg for å løse problemstillingen er som følger:

- Kartlegge hvordan ratingbyråene driver virksomhet med rating av obligasjoner.
- Undersøke hvilken betydning ratingbyråer har for hvordan finansielle institusjoner driver sin virksomhet.
- Diskutere hvorvidt reguleringen av ratingindustrien er tilfredsstillende.
- Foreslå tiltak som kan bidra til å redusere problemområder i ratingindustrien.

### 3. Kredittratingbyråer

#### 3.1 Historien bak kredittratingbyråene

I april 1909 ble de første kredittratingene utgitt på obligasjoner, som i hovedsak besto av obligasjoner på jernbaner. Det var John Moody og hans firma<sup>6</sup> som sto for disse første ratingene. Ikke mange årene etter fikk flere forretningsfolk ”blod på tann”. Den første som fulgte opp Moody var selskapet Poor’s Publishing Company<sup>7</sup> som publiserte sine første obligasjonsrater i 1916. Deretter fulgte selskapet Standard Statistics Company med sine første utgivelser i 1922, og Fitch Publishing Company<sup>8</sup> i 1924 (White, 2009). Det var i denne perioden, i første halvdel av 1900-tallet, at kreditt ratingbyråene etablerte sin industri og omdømme. Under første verdenskrig og gjennom de fremgangsrike 1920-årene ble det inngått et stort omfang av private og offentlig ratingavtaler.

Foreløpig fantes det ingen krav om at børsnoterte selskaper burde utrede standardiserte regnskaper. Ratingselskapene møtte etterspørsel for jobben de gjorde og solgte ratingene de utstedte til obligasjons investorer i form av en tjukk håndbok. Forretningsmodellen de fulgte etter var med andre ord ”investoren betaler”-modellen. Det innebar at det var investoren som betalte ratingbyråene for utstedelse av ratingen på obligasjonen.

I 1930 utviklet det seg en stor endring mellom kredittverdighetselskapene og markedene for obligasjonene. Mange av bankene i USA hadde begynt å få store problemer i slutten av 1920-årene og man innså at det trengtes innførsel av strengere tilsynsmessig regulering. Dermed fikk kongressen gjennomført Securities Act of 1933, som ble den første loven som ville regulere kjøp og salg av verdipapirer. Reguleringen krevde også at verdipapirene skulle børsregistreres med mindre det fantes unntak i den statlige loven for dette. Derfor ble loven også kalt ”truth in securities”-loven (SEC, 2011). Før Securities Act of 1933 var det den statlige loven som regulerte handelen av verdipapirer. I 1934 ble U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) opprettet, og fikk ansvaret for å beskytte investorer, opprettholde et rettferdig, ryddig og effektivt marked, og legge til rette for flyten av kapital (SEC, 2011).

---

<sup>6</sup> Moody’s ble kjøpt opp av selskapet Dun & Bradstreet i 1962, før det igjen ble et eget selskap i år 2000.

<sup>7</sup> Poor’s Publishing Company og Standard Statistics Company fusjonerte til et selskap, Standard & Poor’s i 1941. I 1966 ble S&P videre kjøpt opp av McGraw-Hill. (Standard & Poor’s)

<sup>8</sup> Fitch ble fusjonert med et britisk selskap og ble dermed et datterselskap av det franske selskapet FIMILAC i 1997. I dag består selskapet av Fitch Group med datterselskapene Fitch Ratings, Fitch Solutions og Algorithmics. (Fitch Group)

Med disse endringene som ble innført i bankene, var det spesielt en viktig regulatorisk endring som ville påvirke kredittbyråene. Bankene ble nå oppfordret, ved bruk av ratinger, til å eie trygge obligasjoner i porteføljene, med andre ord ble ratinger for første gang brukt også for et regulatorisk formål. Og i 1936 gikk the Office of the Comptroller of the Currency (OCC)<sup>9</sup> inn og la et forbud mot å investere i såkalte ”speculative investeringspapirer” (Palyi, 1938). Det ble også satt inn et forbud mot å investere i verdipapirer som var under mislighold. Med speculative verdipapirer mente man papirene som ble ratet under ”investment grade”, det som i dag kalles for ”Junk Bonds”. Dermed ble bankene pålagt kun å investere i papirer med minimum rating på BBB-, som fortsatt i dag er den laveste kredittvurderingen for investment grade på ratingskalaen. (S&P, 2011)

Tidligere hadde bankene frihet til å velge hvilken kilde de selv syntes virket pålitelig til informasjonen om obligasjonene, men da innen grensene for den reguleringen de tidligere hadde vært undergitt. Beskjeden fra Office of the Comptroller of the Currency (OCC) var nå at: *”The terms employed herein may be found in recognized rating manuals, and where there is doubt as to the eligibility of a security for purchase, such eligibility must be supported by not less than two rating manuals.”* (Palyi, 1938) Det med andre ord OCC påla bankene var å få utstedt ratinger fra byråer som publiserte ”recognized rating manuals”. Det besto vagt hvis ratinger som skulle følges, men likevel ble det liggende en felles forståelse blant aktørene i obligasjonsmarkedet at det var ratingen fra Moody’s, Standard, Poor’s og Fitch som man skulle legge seg etter. Uttrykket recognized ratings møtte kritikk og ble anklaget for å gi de private ratingbyråene for mye autoritet, dermed ble det slettet fra reguleringen i 1938. Men uformelt ble det sittende igjen hos reguleratorene (Levich, Majnoni & Reinhart, 2002). Dermed la ikke bankene lengre så mye vekt lengre på å vurdere selv hvilke obligasjoner som var mindre risikable å sette sammen i porteføljene fordi dette sikkerhetsspørsmålet nå på sett og vis ble utkontraktert til ratingbyråene som var antatt å være anerkjente. På en måte gav bankregulatorene de 4 ratingbyråenes (som snart skulle bli til 3) ratinger en lovgivende kraft. (White, 2009)

I første årene etter andre verdenskrig stabiliserte økonomien seg og det fantes en lav etterspørsel etter ratingavtaler. Med dette sank etterspørselen for obligasjonsratinger og byråene ansatte færre analytikere. Men fra tiden etter 1970-årene derimot så man en stor

---

<sup>9</sup> Målet med organisasjonen er å organisere, regulere og overvåke alle de nasjonale bankene. En comptroller er en posisjon på ledelsesnivå som har ansvaret for å drive tilsyn over kvaliteten på revisjon og finansiell rapportering i en organisasjon. (OCC, 2011)

endring i det globale finansielle systemet som ble mer markedsbasert. Og det var i tiden etter dette markedet for ratingselskapene eksploderte. Man så ikke bare en økning her i investmentgrade ratinger, høyeste ratingene, men også en relativ økning i speculative grade, som er ratinger fra BB/Ba og nedover. Det var også i 1970 transportselskapet Penn Central ble beordret en konkurs-reorganisering etter å ha misligholdt på et verdipapir selskapet eide på jernbane (The Time, 1970). Det var denne hendelsen som resulterte i en endring i forretningsmodellen, fra investoren betaler til utstederen betaler, hvor enheten som utsteder obligasjonen også betaler for ratingen til denne obligasjonen. Dette åpnet dørene for en potensiell interessekonflikt hvor ratingselskapet kan velge å rate høyere for å gjøre utstederen fornøyd og hindre at utstederen velger et annet rating selskap for avtalen (White, 2009).

I 1975 kom SEC med nye regler som skulle binde sammen de anerkjente byråene enda mer. For at kapitalkrav skulle bli risikosensitive i forhold til obligasjonsporteføljene til obligasjonseierne, bestemte SEC seg for å bruke ratinger på disse obligasjonene som en indikator på risiko. SEC var bekymret for at byråenes anseelse som "recognized rating manuals" var for vag og var bekymret for at feilaktige AAA-ratinger ville bli gitt til selskaper som var villige til å betale nok for det, mens DDD-ratinger kunne bli feilaktig gitt til selskaper som ikke var villige til samme betaling. Dersom en megler for eksempel påsto at bestemte ratinger var ansette, kunne SEC ha problemer med å si noe imot påstanden.

For å løse dette problemet utpekte SEC Moody's, S&P og Fitch som "Nationally Recognized Statistical Rating Organizations" (NRSRO). Med dette støttet SEC at ratinger fra NRSRO'er kunne være med på å bestemme bankers kapitalkrav. Nettopp fordi kapitalkrav ble redusert når obligasjonene som de holdt på fikk høye ratinger. Andre regulatorer fulgte anerkjennelsen og valgte å bruke ratingene fra NRSRO'er som relevant kilde for tilstrekkelig å vurdere obligasjonene i egne porteføljer.

I årene mellom 1975 og 2000 fikk fire flere selskaper benevnelsen NRSRO, men disse fire selskapene ble fusjonert med Fitch slik at NRSRO bestod av de originale tre selskapene ved slutten av år 2000. SEC hadde ikke lagt ned kriterier for hva som krevdes for å bli anerkjent som en NRSRO, og de ga heller ingen forklaring på hvorfor de ga anseelsen til noen rating byråer men unnlot å gi den til noen andre. Anseelsen som NRSRO ble et stort hinder for andre ratingbyråer til å kunne komme og få drive virksomhet med rating av obligasjoner.

I årene etter 2002 så man spesielt en stor endring i selve ratingindustrien som fortsatte å ekspandere. Den store endringen ble drevet av en bølge av uventede konkurser hos foretak,

økningen i bruk av internett som informasjonsmedia og en enorm vekst i markedet for strukturerte produkter som i tillegg ble mer og mer komplekse.

## **3.2 Kredittvurderingsprosessen**

### **3.2.1 Verdipapirisering av Residential Mortgage Backed Securities (RMBS)**

En av karakteristikkene med boliglån er at de ikke kan handles på børs. I eldre dager ble boliglån opprettet og holdt av finansielle institusjoner til sparing og lån. Denne metoden vil derimot kunne konsentrere risiko i en slik grad at man ikke vil være i stand til å risikosikre den (Jorion, 2007). I begynnelsen av 1980-årene åpnet det et marked for Mortgage-backed Securities (MBS), som var ment å løse dette problemet. MBS'er er omsettelige verdipapirer som representerer et eiendomskrav på en samling med boliglån. MBS deles inn i Residential Mortgage Backed Securities (RMBS) og Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS), som henholdsvis har underliggende private boliglån og kommersielle boliglån. Prosessen ved opprettelsen av et slikt verdipapir kalles verdipapirisering.

Ved opprettelse av en RMBS vil først en arrangør<sup>10</sup> samle sammen en del boliglån, vanligvis tusenvis av separate lån, til en pakke som deretter selges til et spesialforetak<sup>11</sup> som deretter utsteder omsettelige verdipapirer med pant i pakken med lån. Spesialforetaket som kjøper lån-pakken blir dermed berettiget renten og avdragene fra låntakerne. Lån-pakken som kjøpes finansieres av spesialforetaket gjennom å utstede RMBS som igjen kjøpes av investorer. De månedlige rentene og avdragene som spesialforetaket mottar fra låntakerne er ment å dekke rentene og avdragene som skal betales videre til investorene som eier RMBS'ene. En fordel som er ment med denne strukturen er at den skal beskytte RMBS-investoren fra kredittrisiko fra arrangøren. Dette forutsetter derimot at det flyter penger inn i spesialforetaket fra de underliggende lånene. Om ikke kan arrangørens kreditorer prøve å gjøre krav på spesialforetakets eiendeler (Jorion, 2007). Målet med dette arrangementet, med samling av lån i større pakker, er å kunne diversifisere over mange eiendeler.

---

<sup>10</sup> Vanligvis en investeringsbank.

<sup>11</sup> Spesialforetak er organisert som et aksjeselskap eller et allmennaksjeselskap, også kalt Special purpose vehicle. Foretaket er lovregulert og skal i følge norsk lov utelukkende være opprettet for å erverve en nærmere fastsatt utlånsportefølje eller fordringsmasse. Spesialforetaket skal ikke drive annen virksomhet enn å erverve, eie og inndrive utlånsporteføljen eller fordringsmassen. Finansieringen av utlånsporteføljen eller fordringsmassen må skje ved optak av obligasjonslån. (Lovdata, 2011)



Når verdipapiret opprettes utstedes det forskjellige klasser med RMBS, kjent som en ”transje”. Transjene deles inn etter hvor mye risiko de befattes med og etter hvilken avkastning de gir i form av kupong renter<sup>12</sup>. Disse egenskapene vil også være avgjørende for hvor omfattende credit enhancement som skal gis verdipapiret. Credit enhancement er et tiltak som er ment å beskytte transjene fra tap på renter og avdrag som oppstår fra mislighold på lånene i pakken.

En av hovedmetodene for credit enhancement er en underordnet struktur. Den fungerer som et hierarki av hvor stor prioritet transje har i forhold til å absorbere tap fra de underliggende lånene. RMBS’ene kan utstedes i en eller flere transjer. Et eksempel er verdipapirer som blir utstedt til 10 forskjellige transjer. Den første (eller ”senior”) transjen har da 9 underordnede transjer. Senior-transjen er den transjen som forbindes med lavest risiko og vurderes da vanligvis med en kredittrating på A eller bedre. Jo lenger ned i kapitalstrukturen man går mot transje 10, jo mer risiko forbindes med transjene ettersom de tar lengre tid før de er fullstendig nedbetalt. Den høyere risikoen transjen forbindes med krever også en høyere avkastning i form av høyere kupongrente. Transjene som ligger mellom seniortransjen og den laveste transjen kalles mesanintransjer og fungerer som et beskyttende ”lag” for de øvrige transjene. Lån fra lånepakken som spesialforetaket taper renter og avdrag på, grunnet mislighold, vil i første rekke bli absorbert av den laveste transjen i hierarkiet. Overgår tapet den tiende transjen vil den niende transjen absorbere det overflytende tapet og så videre oppover i kapitalstrukturen. Den høyest rankede transjen vil konsekvent ikke påvirkes av noe tap før alle de lavere transjene har absorbert tap fra de underliggende lånene. Senior-transjen har også første prioritet på tilgjengelig avdragskapital fra de underliggende lånene. På denne måten gis prioriteten på kontantstrømmen til lånene fra øverst og nedover, mens tapene blir tildelt den laveste transjen i hierarkiet og oppover. Denne prioritetsstrukturen kalles ”fossen” (the waterfall) (SEC, 2008).

En annen form for credit enhancement er over-collateralization som er den verdien på avdragsbalansen i de underliggende lånene som overgår verdien på avdragsbalansen til verdipapirtransjen som spesialforetaket har utstedt. Denne differansen mellom avdragsbalansene utgjør en underordnet transje, også kalt egenkapital-transje. Egenkapital-transjen anses å være den laveste transjen i hierarkiet og er spesielt ment for å absorbere tap.

---

<sup>12</sup> En kupongrente er rentesatsen av en obligasjons pålydende som utstederen av obligasjonen betaler til obligasjonseieren. (Bodie, Merton, Cleeton, 2000)

Som ved eksempelet over vil egenkapitaltransjen bli gitt plass 11 i hierarkiet og beskytte de overstående transjene mot de første tapene fra mislighold i de underliggende lånene.

En tredje form for credit enhancement kalles excess spread. Den består av verdiforskjellen mellom spesialforetakets månedlige totale renteinntekter fra de underliggende lånene og de månedlige forpliktelsene<sup>13</sup> og totale rentekostnader som spesialforetaket betaler til investorene. Den excess spreaden kan brukes til å bygge opp tapsreserver eller til å betale ned renter som er forfalt i en transje.

### **3.2.2 Verdipapirisering av Collateralized Debt Obligations (CDO)**

En CDO er en type Asset Backed Security (ABS), som er en omsettelig obligasjon med underliggende gjeld, som andre obligasjoner eller lån. Strukturen er ment å reorganisere kredittrisiko (Jorion, 2007).

Prosessen ved opprette en CDO er lignende prosessen ved opprettelse av RMBS. En sponsor lager et spesialforetak som kjøper CDO'enes underliggende og utsteder CDO'ens verdipapir som selges videre til investorer. CDO'en vil vanligvis bestå av cirka 200 gjeldspapirer heller enn boliglån, som underligger RMBS pakkene. Spesialforetaket bruker rente- og avdragsinntektene fra de underliggende gjeldsbrevene for å kunne betale renter og avdrag til investorene som eier gjeldsbrevene. CDO'ene er også strukturert i forskjellige klasser ut i fra hvilket behov det er for credit enhancement på verdipapirene som utstedes gjennom underordning, over-collateralization, excess spread og obligasjonsforsikring. Én vesentlig forskjell mellom en CDO og en RMBS, i tillegg til at de har forskjellige instrumenter som underliggende, er at de underliggende aktivaene i en CDO vil endres over tid, mens boliglånene underliggende en RMBS vil forbli det samme gjennom hele løpetiden.

### **3.2.3 Rating av RMBS**

Et nøkkelsteg i prosessen ved å opprette og deretter selge en RMBS og en CDO er å sette en kredittrating på hver av transjene som er utstedt av spesialforetaket<sup>14</sup>. Kredittratingen som blir gitt hver transje indikerer kredittratingbyråenes syn på kredittverdigheten av verdipapiret i

---

<sup>13</sup> Her inngår også mindre administrative kostnader hos spesialforetaket som; avgifter ved opprettholdelse av lånet, forfalte premier på derivatkontraktene og obligasjonsforsikring.

<sup>14</sup> Med unntak av egenkapital-tranche dersom denne er i kapitalstrukturen.

forhold til sannsynligheten for at spesialforetaket vil misligholde dens forpliktelser i forhold til å være i stand til å dekke renter og avdrag som skal betales til investorene.

Arrangøren for RMBS åpner ratingprosessen ved å sende kredittratingbyrået et utvalg data<sup>15</sup> på hver av subprime lånene underliggende i verdipapiret, et forslag på kapitalstrukturen for spesialforetaket og et forslag på hvor omfattende credit enhancement skal være på RMBS transjene som spesialforetaket har utstedt. Når informasjonen er mottatt vil ratingbyrået tildele oppgaven med å analysere lån-pakken til en ledende analytiker. Analytikeren vil også få ansvaret for å gå gjennom den foreslåtte kapitalstrukturen og nivået på credit enhancement, men også for å formulere anbefalinger for ratinger til en ratingkomité som består av andre analytikere.

I neste steg i ratingprosessen vil analytikeren utvikle en prognose, basert på kvantitativ forventet tapsmodell og andre kvalitative faktorer, for å kunne si noe om hvor mange lån i låne pakken som vil misligholde under stress i ulike alvorlighetsgrader gjennom stresstesting. Analysen vil da kunne si noe om antakelser for hvor mye avdrag som kan gjenvinnes etter at et misligholdt lån er overtatt. For å kunne vurdere de potensielle fremtidige prestasjonene på lånene ved forskjellige mulige scenarioer, vil hvert ratingbyrå vanligvis benytte seg av spesielle karakteregenskaper for kreditt, for å kunne si noe om lånene i porteføljen. Eksempler på disse karakteregenskapene er verdi på låntakernes eiendeler og egenkapital, omfanget av dokumentasjon som kan påvise låntakerens eiendeler og eller inntekt, og hvorvidt låntaker har som hensikt til å leie ut eller bo i boligen selv.

Hensikten med tapsanalysen er å kunne si noe om hvor mye credit enhancement en gitt transje trenger for en bestemt rating. Den tyngste stresstesten (den som ville resultert i flest mislighold på lånene) blir gjennomgått for å si noe om hvor omfattende credit enhancement som trengs for at en RMBS transje fra spesialforetaket skal få den høyeste ratingen. Den nest tyngste stresstesten vil kunne si noe om hvor mye credit enhancement som trengs for at den nest høyeste transjen kan få den høyeste ratingen. Slik fungerer det videre nedover i kapitalstrukturen. Den laveste transjen blir analysert under mildere omstendigheter i markedet. Konsekvent er transjens nødvendige nivå for credit enhancement basert på antall lån som er forventet å bli misligholdt som vanlig gitt det laveste mulige nivået av makroøkonomisk stress.

---

<sup>15</sup> Eksempel på slik informasjon er avdragsstørrelse, geografisk beliggenhet på eiendommen kredithistorien, og låntype, som first lien, second lien, primary residence og secondary residence.

I neste steg i prosessen skal analytikeren sjekke den foreslåtte kapitalstrukturen på RMBS mot krav til en bestemt rating. Dersom analytikeren konkluderer med at kapitalstrukturen på RMBS ikke støtter en ønsket rating, vil denne foreløpige konklusjonen bli formidlet videre til arrangøren. Arrangøren kan akseptere bestemmelsen og få spesialforetaket til å utstede verdipapirene med den foreslåtte kapitalstrukturen og den lavere ratingen, eller arrangøren kan få justert kapitalstrukturen slik at tilstrekkelig credit enhancement kan gis for at den høyeste transjen i strukturen kan få den høyeste ønskede ratingen. Arrangører vil vanligvis ta sikte på å få seniortransjen størst mulig, med andre ord ønsker arrangøren minst mulig credit enhancement. Årsaken til dette er at seniortransjen, som også er den høyest ratede transjen, betaler minst kupongrente av alle RMBS transjene, og dermed koster den også mindre for arrangøren å finansiere.

Det følgende steget innebærer en kontantstrømanalyse som også utføres av analytikeren. Analysen utføres på spesialforetakets forventede rente- og avdragsinntekter fra de underliggende lånene for å kunne si noe om det vil være tilstrekkelig å betale videre rente og avdrag på hver RMBS transje ved forfall. Ratingbyrået bruker kvantitativ kontantstrømmodell for å analysere hvor mye renter og avdrags som vil genereres fra de underliggende lånene hver måned over RMBS'enes løpetid og ved forskjellige stress-scenarioer. Resultatene fra modellen blir deretter sammenlignet med hierarkiet for betalingsprioritet mellom RMBS transjene. Betalingsprioriteten skal være dokumentert i spesialforetakets juridiske papirer. Denne dokumentasjonen kan spesifisere, dersom øvre grenser for over-collateralization og excess spread blir overtrådt, at renter og avdrag fra lavere transjer allokteres til høyere transjer slik at minimum grenser for over-collateralization og excess spread er gjenopprettet. Analytikeren vil også gå igjennom de juridiske dokumentene hos spesialforetaket for å vurdere om det kan gå konkurs, dersom analytikeren ser bort i fra effektene fra en potensiell konkurs eller insolvens hos arrangøren.

Etter hvert kommer analytikeren frem til en anbefaling for rating for hver RMBS transje som videre presenteres til en rating komité av andre analytikere. Ratingkomitéen stemmer på en rating for hver transje for så å kommunisere avgjørelsen til arrangøren. I de fleste tilfeller vil arrangøren kunne anke ratingen, selv om dette ikke alltid vil resultere i en endring. Den endelige ratingen vil bli offentliggjort og i tiden videre fulgt opp av oppfølgingsprosesser. Vanligvis vil ratingbyrået betalt kun hvis en rating faktisk blir utstedt, men noen ganger blir ratingbyrået betalt en avsluttende avgift for det analytiske arbeidet det har lagt ned i ratingen.

### 3.2.4 Rating a CDO

Prosessen ved å rate en CDO er ganske lik og involverer også en gjennomgang av kredittverdigheten av hver transje med CDO. Som med prosessen med en RMBS vil det også bli gjort en analyse av de underliggende lånene for å se nærmere på hvordan de presterer individuelt og i korrelasjon med hverandre under forskjellige stress-scenarier ved stresstesting. Forskjellen her er at analysen vil primært gå inn på kredittrating for hver RMBS eller CDO (eller CDS'er) underliggende CDO'en, men vil ikke analysere de underliggende lånene i RMBS'en.

CDO med RMBS eller andre CDO'er som underliggende blir ofte aktivt fulgt opp og sammensetningene av underliggende blir ofte endret konsekvent mellom likvide verdier (RMBS eller CDO'er) og syntetiske verdier (CDS). Ratingen på CDO'er som blir aktivt fulgt opp avgjøres ikke ut i fra sammensetningen av underliggende men i stedet av bestemte grenser for hver potensielle type eiendel som kan settes som underliggende. Ofte blir det etablert grenser for minste og maks grenser for konsentrasjoner av bestemte typer verdipapirer eller bestemte ratinger.

### 3.2.5 Kredittvurderingens egenskaper

Den beste ratingen man kan få av selskapet Moody's er en Aaa. Obligasjonene som blir gitt denne beste ratingen vil antas å ha en misligholdssannsynlighet på nesten null. Den nest beste ratingen er Aa, og videre blir de lavere ratingene; A, Baa, Ba, B, Caa, Ca og C. Obligasjonene som blir angitt Baa og over blir ansett i klassen som "investment grade". Ratingene hos S&P<sup>16</sup>, som er tilsvarende Moody's sine ratinger, er henholdsvis AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC og C. For å kunne gi finere og mer graderte ratinger, deler selskapene ratingene inn i tre deler. For eksempel vil Moody's dele Aa inn i Aa1, som den beste Aa, deretter Aa2 og Aa3. Slik blir de lavere ratingene også delt inn i tre grader. Den beste rangen, Aaa, blir ikke inndelt i grader. Også S&P og Fitch deler ratingene inn i grader bortsett fra den høyeste ratingen, AAA. Men AA blir delt inn i AA+ (som den beste av tre kategorier), AA og AA-, og så videre på samme måte med de lavere ratingene. Vanligvis velger ratingbyråene å ikke dele de to laveste kategoriene av rating inn i grader, som ved den høyeste ratingen.

---

<sup>16</sup> Ratingkategoriene hos Fitch er ganske lik som de hos S&P (Hull, 2010)

Mange finansielle institusjoner trenger kredittratinger på forskjellige måter. Ratingene er ment å forkorte avstanden mellom låntakere og långivere fordi de tilfredsstiller behov fra begge sider (Langohr, Langohr, 2008). Investorene trenger informasjon om kvaliteten på investeringene de gjør, og utstederne av de strukturerte produktene trenger tilgang til finansielle midler. Det er investorene og utstederne som i hovedsak er ratingbyråenes klienter. Lovregulerende enheter har en interesse i bruk ratinger som avtalemessige referanser, som for eksempel retningslinjer for investeringer og regulatoriske aktiviteter. Selv om disse lovregulerende enhetene ikke er direkte klienter av byråene, bruker de i stor grad ratinger, og er derfor også en viktig pådriver for etterspørselen for ratinger.

Ratingbyråer som Moody's, S&P of Fitch driver virksomhet for å gi kredittratinger på obligasjoner i det private markedet (Hull, 2010). Ratingen forteller hvor god kvalitet kreditten på obligasjonen er ansett å ha, ut i fra analysen som er blitt gjort på obligasjonens underliggende. I teorien er kredittverdigheten egenskapen ved obligasjonslånet, ikke selskapet som utstedte det. Men i de fleste tilfellene vil obligasjonene som blir utstedt av samme selskap få samme rating. En rating vil derfor ofte omtales som en egenskap ved selskapet.

Det kan forventes at hyppige endringer på et selskaps kredittrating er ansett som enten positiv eller negativ informasjon som går ut til markedet. Ratinger endres relativt sjeldent. En av målsetningene til ratingbyråene når de utsteder ratinger er å holde dem på et stabilt nivå. De ønsker å unngå at ratingen snur veldig hyppig som for eksempel dersom et selskap får først en rating nedgradert og deretter får en oppgradering bare noen få uker etterpå. Byråene velger derfor å endre ratingen kun dersom det er grunn til å tro at selskapets kredittverdighet har fått en langtidsvirkende endring. Årsaken til dette er at ratinger i stor grad brukes av handlere av obligasjoner på børsen. Ofte må handlerne følge regler for hva slags kredittrating obligasjonene eier. For eksempel vil mange obligasjonsfond kun være tillatt å holde på obligasjoner med rating tilsvarende investment grade. Dersom ratingene endrer seg hyppig, må kanskje tradere handle et stort volum med instrumenter, og pådra seg høye transaksjonskostnader for å fylle opp kravene til reglene for investment grade.

Et nærliggende poeng er at ratingbyråene prøver å rate "through the cycle" (gjennom omløpet). Skulle for eksempel markedøkonomien ha en nedadgående utvikling som resulterer i at sannsynligheten for at et selskap misligholder sine forpliktelser over de neste 6 månedene, vil ikke dette nødvendigvis påvirke selskapets kumulative sannsynlighet for

mislighold for de påfølgende 3 til 5 årene. I et slikt tilfelle vil vanligvis ikke et ratingbyrå endre selskapets kredittverdighet (Hull, 2010).

### **3.2.6 Regulatorisk bruk av ratinger**

Kredittratinger blir brukt i avgjørelser ved kjøp, salg eller ved det å eie verdipapirer. I 1936 gikk bankregulatorene forby banker å eie verdipapirer som ikke har en rating på minst BBB av minst to ratingbyråer. Dette fikk store konsekvenser ettersom at 891 av de 1975 obligasjonene som var listet på børsen i New York hadde en rating som var under BBB i 1936. Dette ble starten på regulatorisk bruk av ratinger, ved å sette grenser for ratinger i porteføljene bankene satt med.

Bruken av ratinger i regulering er mest utbredt i USA, men brukes også i andre deler av verden. Reguleringene ved ratinger brukes ikke bare av banker men også av meglere, forsikringsselgere, pensjonsfond og aksjefond. Reguleringen hindrer kjøp av verdipapirer med lav rating, pålegger et krav til egenkapital som avhenger av ratingen i verdipapirene man eier, og letter på utstedelsesbetingelsene eller offentliggjøringskravene for verdipapirene som har blitt angitt en tilfredsstillende rating. Nøkkelformålene med ratinger kan deles inn i tre brede kategorier. Den ene er forsiktighet, som handler om det å sette minimum kapitalkrav for banker og meglere; den andre er investorbeskyttelse, som handler om kravet til minimum ratinger for investeringer som pensjonsfondene inngår i; og den siste handler om integriteten til verdipapirmarkedene, for eksempel ved regulering av markedstilgang som en funksjon av ratingen på et verdipapir.

I Europa er som nevnt regulatorisk bruk av ratinger ikke like utbredt, spesielt innen EU. Flere europeiske land bruker kredittratingstandarder for lignende bruk som i USA, og med lignende teknikker. Ledelsen i forsikringselskaper bruker for eksempel ratinger til å regne ut tekniske reserver, for å kunne vurdere kvalifiserte motparter eller ved stresstesting.

Innen EU er det en regulering som i stor grad bruker ratinger, 2006 Capital Requirements Directive (CRD) (Jeg skal komme tilbake til denne senere om regulering av byråene innen EU). Tross at de er blitt rådført, har EU-kommisjonen vært i mot å utvide den regulatoriske bruken av kredittratinger og uttaler at bruken av ratinger innen europeisk lovgivning bør ikke med enkelhet oppmuntres generelt uten å gjøre en analyse, sak for sak, for de forskjellige forslagene. (Langohr, Langohr, 2008)

Formell anerkjennelse av ratingbyrå som gir tilgang til regulatorisk bruk av ratinger er utbredt brukt i USA. Der har SEC utøvd autoriteten til å uttrykke en ”nihil obstat”<sup>17</sup> for bruken av NRSRO-merke på bestemte kredittbyråer siden 1975. Flere internasjonale reguleringer som ikke kommer fra USA, bruker og er avhengige av ratinger som kommer fra en NRSRO.

Praksisen med NRSRO, før Rating Agency Act (kommer tilbake til denne i neste delkapittel) inntrådte, var på sett og vis en lukket klubb. Selskap som ikke hadde et lignende godkjennelsesstempel uttalte at det var vanskelig å konkurrere med NRSRO’er. NRSRO’ene sto sterkt i markedet med deres omdømme, tilgjengelighet på historiske prestasjoner, og til det faktum at markedet ikke krevde flere enn 2-3 ratinger fra forskjellige byråer ved regulatorisk bruk av ratinger. Tilfeldigvis besto NRSRO’ene av 3 ratingbyråer.

### **3.3 Regulering av Kredittrating-industrien før finanskrisen**

#### **3.3.1 Internasjonal regulering**

International Organization of Securities Commissions (IOSCO)<sup>18</sup> presenterte et sett med retningslinjer for kredittrating byråer som siktet på å ta hensyn til nøkkelfaktorer som tenkes å påvirke funksjonen i den grad virksomheten utføres korrekt. Prinsippene ble utgitt i to steg; ”Erklæring om prinsipper angående aktivitetene som utføres av rating byråene” i september, 2003, og ”Grunnleggende etiske retningslinjer for rating byråer” i desember, 2004.

Nasjonale regulatorer i flere land utarbeidet forslaget i felleskap i konsultasjon med markedets aktører som inkluderte utstedere av verdipapirer, investorer, formidlere/mellomledd og ratingbyråene. En komité i IOSCO dannet en gruppe, kalt Task Force, som besto av blant andre verdipapir regulerende organisasjoner fra 13 land. Gruppen utformet en spørreundersøkelse som ble sendt rundt til alle medlemmene, inkludert ratingselskapet Dominion Bond Rating Service (DBRS), Fitch, Moody’s og S&P. Konsekvent ble Task Force konsultert med Basel komiteen for banktilsyn og med en ledende representant fra hvert av de sistnevnte kredittverdighetsbyråene.

Komiteen i IOSCO hadde ansvar for vekten i arbeidet og la ned 4 hovedprinsipper i 2003 utgaven:

---

<sup>17</sup> Latinsk for ”ingenting hindrer”/”Ingenting står i veien” (Oxford Dictionaries).

<sup>18</sup> IOSCO er en komité som representerer omtrent 100 av verdens regulatoriske tilsynsmyndigheter for verdipapirer.



- 1 Alle handlinger ved rating skal redusere asymmetrisk informasjon<sup>19</sup> for å sikre kvalitet og integritet i ratingprosessen.
- 2 Alle handlinger ved ratinger skal være uavhengige og objektive for å unngå interessekonflikter.
- 3 Ratingbyråer bør søke gjennomsiktighet og åpenhet i deres virksomhet, og at offentliggjøring skjer ved riktig tid.
- 4 Ratingbyråene bør ivareta all konfidensiell og ikke-offentlig informasjon på en riktig måte.

I 2004 utgaven fra IOSCO ble det vedtatt en utgave med grunnleggende etiske retningslinjer som fastsetter at ratingbyråer bør tilrettelegge, offentliggjøre og etterfølge sine egne etiske retningslinjer. Disse bør i følge vedtaket inneholde tiltak som tar sikte på å styrke kvaliteten og integriteten i ratingprosessen, styrker uavhengighet og unngå interessekonflikter, tar hensyn til ratingbyråenes ansvar overfor investerende privatpersoner (eventuelt selskap) og utstedere, og offentliggjøring av etiske retningslinjer og kommunikasjonen til markedet.

Disse grunnleggende etiske retningslinjene ble ikke opprettet for å regulere men for å gi byråene en grad av fleksibilitet i hvordan det skulle implementeres inn i virksomheten i samsvar med deres egne etiske retningslinjer og i forhold til hvert enkelt byrås juridiske og markedsspesifikke omstendigheter. Byråene kan med andre ord innføre sine egne retningslinjer som implementeres gjennom en ”etterfølg og forklar”-modell, og deretter, periodevis, offentliggjøre etterlevelsen med de grunnleggende retningslinjene fra IOSCO, og forklare hvorfor de eventuelt ikke er i stand til å etterfølge visse bestemmelser.

IOSCO anbefalte ikke implementering av sterkere regulering av ratingbyråene. I rapporten fra september 2003 gis det likevel råd til myndigheter som vurderer tyngre regulering om å ta en vurdering på hvordan arbeidet med de anbefalte prinsippene vil kunne påvirke reguleringen. Dette betyr at disse prinsippene kan påvirke hvorvidt det er optimalt å gjennomføre sterkere regulering, påvirke hvordan reguleringen skal se ut og hvordan reguleringen skal formes for å kunne håndtere dem. Det bør også tas hensyn til størrelse, rating metoder og forretningsmodell (Det finnes for eksempel også byråer som følger ”subscribers pay”-modell i stedet for ”issuer pays”) når sterkere regulering skal vurderes.

---

<sup>19</sup> Kommer tilbake til betegnelsen senere i oppgaven.

### **3.3.2 Regulering av kreditt ratingbyråer innen EU**

Frem til 2009 har tilsynet av ratingbyråene har i hovedsak vært basert på frivillig etterfølgelse av IOSCO-koden, som kontrolleres av CESR. I april 2003 startet Committee on Economic and Monetary Affairs (CEMA) innenfor det europeiske parlamentet arbeidet mot å forme egne retningslinjer innen EU. Komiteen hadde avdekket følgende emner som krevdes ettertanke; oligopol og en amerikansk dominert ratingindustri, nylige tilbakeslag i ratingavtaler, regulatorisk bruk av ratinger og potensielle interessekonflikter i virksomheten til ratingbyråene. CEMA ønsket videre at ratingbyråer, aktive innen Europa bes om å registrere seg til tilsynsmyndigheten European Union Ratings Authority. Ved en slik registrering ville byrået være pålagt å gjøre periodiske rapporteringer til, og at tilsyn utføres av tilsynsmyndigheten. Det europeiske parlamentet gikk bort fra denne anbefalingen om sterk regulering, og fortsatte på dagsordenen og EU kommisjonens forslag til videre å vurdere behovet for målrettet lovgivning for å ta hånd om spørsmålene som CEMA stilte til ratingindustrien.

I mars 2005 søkte EU kommisjonen for råd og analyse hos Committee of European Securities Regulators (CESR) om hvordan å komme frem til retningslinjer for forretningsatferd. Det ble kommet frem til at gjennomsiktighet og nøyaktighet ved ratinger kunne oppnås gjennom retningslinjene til IOSCO. De ulike metodene for håndhevelse som CESR vurderte var oppfølging av markedsutviklinger, tredjeparts sertifisering for ratingvirksomhet og dannelse av et anseelses/regulerings-regime. CESR anbefalte en slags vent og se tilnærming ved å følge markedsutviklingene ettersom den også til et senere tidspunkt ville avdekke hvorvidt det ville bli behov for sterkere regulatorisk håndhevelse. Ved ikke å håndheve et regulatorisk krav kunne det føre til et problem med at etterlevelse og implementering ikke ble gjennomført. Ved ikke å innføre et regulatorisk regime i byråene ble det sett på som en fordel ved at man unngikk diverse kostnader som administrasjonskostnader og eventuelt kostnader ved markedssvikt på grunn av myndighetenes tiltak og inngrep. Sterkere regulering ved et slikt regime kunne også bli en trussel ettersom det kunne gi et signal til investorer om at ratinger gir en absolutt garanti for kvalitet som igjen ville kunne true uavhengigheten til ratingbyråene. Nye aktører som ble mottatt under regimet ville også bli stemplet med en viss respektabilitet som ikke er målet med reguleringen. Regulering gjennom tredjeparts sertifisering ble heller ikke sett på som aktuelt da det for det første ikke fantes en opplagt instans for å utføre denne rollen, i tillegg ville spørsmål kunne stilles til hvilken juridisk makt instansen ville ha og

hvorvidt den ville ha evnen til å forstå ratingbyråenes organisatoriske retningslinjer og prosedyrer til å kunne utføre rollen optimalt.

CESR anbefalte bestemmelser om moderat tilsyn gjennom selvregulering av ratingbyråene. EU innførte dermed retningslinjer med to typer virkemidler som skulle implementeres i desember 2005. Det ene virkemiddelet er selvregulering hos ratingbyråene. Med denne blir ratingbyråene rådet til å respektere IOSCO's prinsipper i egne etiske retningslinjer. Det andre virkemiddelet er en generell lovgivning fra EU som ikke er spesifikt rettet mot ratingbyråene. Lovgivningen er konkurranselovgivning og tre generelle lovgivninger; Market Abuse Directive (MAD) fra 2003, som tar hånd om for eksempel innside handler og markedsmanipulasjon; Capital Requirements Directive (CRD) fra 2006, som ga finansielle institusjoner tilgang til å bruke kredittrater for estimering av risikotyngden i eksponeringene og dermed beregne kravet for tilsidesatt kapital; og Markets in Financial Instruments Directive (MIFID), som er EU's investeringstjenestedirektiv som regulerer bankers og verdipapirforetaks investeringstjenester (FNO, 2010).

EU-kommisjonen valgte å gi valgmuligheten til å ta i bruk lovgivende handlinger som skulle iverksettes, dersom en eller flere kombinasjoner av handlingene var aktuelle; hvis etterfølgelse med EU's regler eller IOSCO's retningslinjer for ratingbyråer er utilfredsstillende og ødeleggende for EU's kapitalmarkeder; hvis nye omstendigheter inntreffer, for eksempel problemer fra et sviktende marked; eller hvis det skjer endringer i måten ratingbyråer reguleres i andre deler av verden. I tillegg vurderer kommisjonen hvorvidt kriterier for en External Credit Assessment Institutions (ECAI) anseelse, som er fastsatt i CRD, i fremtiden kan brukes til regulering av forretningsatferd i ratingbyråene.

### **3.3.3 Regulering av kreditt rating byråer i USA**

I forkant av 2005 fantes det ingen kriterier for hvilke krav som gjaldt for å bli registrert som en NRSRO. I 2005 uttalte byrået R&I (Et byrå med hovedkvarter i Tokyo og godt etablert i det asiatiske markedet) at de hadde forsøkt å bli anerkjent som NRSRO i 1998. På tross av at byrået utstedte nøyaktige ratinger til rett tid kunne ikke SEC gi dem anerkjennelsen, men fikk heller ikke informasjon om hvilke kriterier som de måtte møte for å oppnå den. I kontakt med en SEC ansatt i 2003 ble de fortalt at SEC nølte med å fortelle om kriteriene fordi de sannsynligvis ville oppfylle dem, og SEC ville dermed se seg pliktig til å gi dem anerkjennelsen. Det hadde lenge foregått en diskusjon på den kontroversielle NRSRO-

anerkjennelsen. Med diskusjoner og kommentarer som den fra R&I ble det innsett at anerkjennelsen enten måtte fjernes eller byttes ut med noe mer håndfast.

I 2005 publiserte SEC et forslag på definisjon på NRSRO. definisjonen var basert på oppfyllelse av 3 betingelser; 1) utstedelse av offentlig tilgjengelige (uten kostnad) kredittratinger som er dagens vurderinger på bestemte verdipapirer, 2) en generell aksept fra markedet av ratingene, eventuelt aksept fra et bestemt segment, og 3) bruk av systematiske prosedyrer og tilstrekkelig finansiell ryggrad til å sørge for troverdige ratinger, håndtere interessekonflikter med mer (Langohr, 2008). Definisjonen har møtt mye kritikk ved at noen aktører i ratingindustrien mente det kun var en kosmetisk endring på den allerede etablerte anerkjennelsen. Det ble også ment at den var utredet for å passe formen til byråene som allerede hadde blitt anerkjent.

Etter 4 års forberedelser fra 2002 ble Credit Rating Agency Reform Act satt inn i lovsystemet i USA, september 2006. Meningen med loven var at kvaliteten på ratingene skulle bli bedre ved å sette krav til gjennomsiktighet, ansvarlighet og konkurransen mellom ratingbyråene. Lovreguleringen åpnet for strengere tilsynsmyndighet fra SEC sin side, og gir SEC tilgang til de registrerte porteføljene hos ratingselskapene og til å overvåke forretningsatferden for de interessentene som regnes som del i porteføljene.

Hensikten med loven er å bytte ut den ugjennomsiktige NRSRO-anseelsen med et mer gjennomsiktig og et mer objektivt registreringssystem for å bli en NRSRO. I forhold til ratingbyråer som ønsker å søke om registrering som NRSRO har SEC med denne reguleringen fått redusert autoritet til å treffe avgjørelsen på om byrået skal få innvilget søknaden. Man ønsket også med denne reguleringen at den skulle oppfordre til konkurranse i ratingindustrien og at det skulle gi en økning på kvaliteten på ratingene som blir utstedt av ratingselskapene som følge av konkurransen.

Reguleringen av registrerte ratingbyråer omfatter et krav om dokumentering og rapportering av data, og tilgang fra SEC til å utføre inspeksjoner, undersøkelser og håndhevelse i forhold til krav. Er det informasjon om et ratingbyrå som under registrering eller i senere tid viser seg å stride mot opplysninger som er gitt (under søknadsprosessen eller rapportert inn i etterfølgelse av loven), gis SEC også retten til å sensurere, avslå og suspendere en registrering eller et allerede registrert byrå. Men loven forbyr SEC fra å regulere kreditt ratingprosessen og prosedyrer og metoder som brukes (Katz, Salinas & Stephanou, 2009). Reglene om registrering av NRSRO'er trådte i kraft i 2007 etter at finanskrisen var en realitet.

## 4. Kredittrating og innflytelsen av manglende risikostyring

### 4.1 Funn fra granskningene hos kreditt ratingbyråene

Etter utbruddet av finanskrisen er det flere komiteer og parter som gjennomførte granskningsrapporter med en vurdering av hva som hadde gått galt. Det var også rapporter som inkluderte en vurdering av hvordan kredittratingbyråene hadde drevet virksomhet med å utføre rating på de strukturerte produkter som hadde fullstendig feilet i markedet. Blant disse rapportene er rapporter fra EU; Financial Stability Forum (FSF), og de Larosiére Group 2009 (en komité satt sammen av EU-kommisjonen), og rapporter fra USA; Financial Crisis Inquiry Commission, og en rapport fra Securities and Exchange Commission (SEC). Rapportene konkluderer med mye av de samme hovedpunktene og jeg vil her legge mest vekt på rapporten som ble utgitt av SEC. I juli, 2008, publiserte ansatte hos Securities and Exchange Commission (SEC)<sup>20</sup> en rapport om virksomheten hos ratingbyråene Moody's, S&P og Fitch i årene før finanskrisen. Granskningene fant at problemene som ble oppdaget, praksis, retningslinjer og rutiner varierte en del hos byråene. Det var ikke nødvendigvis de samme problemene som ble funnet hos hvert av byråene.

Et av problemene som tas i betraktningen er at det var en vesentlig økning i kompleksiteten ved og i volum på avtaler som ble gjort i RMBS og CDO'er mellom 2002 og 2006. Økningen i volum ga byråene en økt inntekt. Det økte volumet resulterte også i at ratingbyråene utvidet størrelsen på personalet i en varierende grad. I forhold til den prosentvise økningen i volumet av ratinger på RMBS, var den prosentvise økningen i personalet hos alle tre ratingbyråene tilsvarende. I sammenligning med økningen i CDO avtaler derimot, viste to av de tre byråene at de ikke hadde en tilsvarende økning i personalutvidelse for å dekke økningen. Som nevnt økte også kompleksiteten i disse strukturerte produktene som byråene analyserte. En utvikling man så var at lånene som var underliggende RMBS'ene, spesielt RMBS med underliggende subprime lån, ble mer komplekse samtidig som de ble mindre konservative i forhold til hvor stor andel subprime lån de inneholdt.

Interne dokumenter hos to av ratingbyråene antydte at de ansatte hadde problemer med å følge opp med økningen i kompleksiteten og volumet av avtaler de skulle rate. Fra den lagrede interne kommunikasjonen kom det frem bekymringsmeldinger om at modellen ikke var i stand til å dekke halvparten av risikoen som avtalen inneholdt men at avtalen likevel fikk

---

<sup>20</sup> Dette var ansatte i Office of Compliance Inspections and Examinations Division of Trading and Markets, og ansatte i Office of Economic Analysis (SEC, 2008).

en rating, tross manglene i modellen. Andre bekymringsmeldinger inkluderte kommentarer om at det var høy spenning i arbeidsmiljøet på grunn av at det var for mye arbeid som skulle gjøres, det var for lite ansatte for arbeidet, høyt arbeidspress fra ledelsen, mye personalgjennomtrekk og dårlig koordinasjon på diverse arbeidsoppgaver som ikke omhandlet avtalene som skulle rates, som ledelsen ønsket utført.

Byråene kommenterte til komiteen som utførte granskningen på vegne av SEC, at de offentliggjorde ratingprosessene i forkant av da de ble registrert som NRSRO i 2007. Med offentliggjøring menes en trykket formulering om hvordan prosesser og prosedyrer gjennomføres i og for bedriften. Granskningen oppdaget derimot at byråene ikke alltid offentliggjorde viktige deler i ratingprosessen. Når ratingbyråene ikke var registrert som NRSRO hadde de eller ikke et regulatorisk krav som krevde at de skulle offentliggjøre metodene de utførte.

Det var viktige kriterier for ratingfastsettelse som byråene ikke hadde offentliggjort. For eksempel kom det frem i et byrå i en intern korrespondanse at det ikke fantes offentliggjorte kriterier for hvordan hybride avtaler skulle rates, men anerkjente likevel i den samme interne samtalen at det fantes kriterier som byrået fulgte etter. I et annet ratingbyrå hadde de liggende en offentliggjort rapport på kriterier for ratinger, men som ikke ble brukt. I en kommentar fra et av ratingbyråene kommer det frem at dersom alle kriteriene for ratingene skulle samles sammen og at man skulle dokumentere alle områdene som var utdatert eller unøyaktige, ville det syntes å være et større arbeid enn de var i stand til å oppfylle.

I tillegg til at visse kriterier ikke var offentlig dokumenterte fant granskningen at det hadde foregått "ut av modellen"-justeringer, men det var ikke blitt dokumentert hvorfor man ikke hadde valgt å følge modellen. Bestemmelsen for justeringene hadde også blitt godkjent av ratingkomiteen. I perioden mellom 2004 til 2006 ble det for eksempel utført justeringer av resultatet fra en modell som ble brukt for en viss type lån, for å tilpasse en bestemt utsteder og dens forventede tap for å oppnå en ønsket rating. Byrået valgte å endre modellen ved å redusere det forventede tapet på subprime boliglån. Ofte ble det heller ikke dokumentert at det hadde foregått justeringer av modellen. De ansatte fra SEC som utførte granskningen hadde derfor problemer med å rekonstruere hvordan man hadde gått frem i prosessen ved å rate en bestemt avtale, og identifisere faktorene som bestemte ratingen, fordi man ikke hadde dokumentert dette i arkivet for de tidligere ratingavtalene.

Byråene hadde ikke en skrevet mal for prosedyrer ved rating spesifikt for RMBS og CDO. Et av byråene hadde liggende en omfattende mal for rating av strukturerte produkter. Men malen kunne ikke knyttes til ratingen av RMBS og CDO'er.

Byråene dokumenterte heller ikke alltid viktige steg i ratingprosessen de utførte av subprime RMBS og CDO. Dette gjorde det nesten umulig for "granskerne" å vurdere om det fantes samsvar med etablerte retningslinjer og prosedyrer og forstå hvilke faktorer som var tatt i betraktning når byrået kom frem til en bestemt rating. Mangelen på dokumentasjon må også ha gjort det vanskeligere for ratingbyråenes interne revisjonsansatte (eller ansatte som sto til ansvar for å sørge for intern etterlevelse av retningslinjer) å vurdere samsvar med selskapets retningslinjer og prosedyrer når de gjennomførte vurderinger av selskapets aktiviteter. Man fant heller ikke antydninger på at de hadde spesifikke retningslinjer og prosedyrer for å kunne undersøke og teste hvorvidt det fantes feil i modellene eller metodene som ble brukt.

Det ble også oppdaget mangler på dokumentasjon av ratingkomiteens handlinger og avgjørelser. Hos et av byråene registrerte de sjelden stemmeoversikten over ratingkomiteens stemmevalg, på tross av at dette var en påkrevd del i komiteens huskenotat eller vedlegg. De arkiverte avtalene inneholdt kanskje ikke vedlegg og/eller dokumentasjon på oppfølgingsprosessen av ratingen. På de andre to byråene var det også problemer med å få utført eller å oppbevare huskenotater og/eller møtoreferater i tillegg til å utelate diverse relevant informasjon i rapporter fra komiteen.

I en del av avtalene kunne det også mangle dokumentasjon på hvilke analytikere og komité som hadde deltatt i godkjenningene av ratinger. For eksempel hos et av byråene manglet ca en kvart del av RMBS avtalene en indikasjon på identiteten på styreformannen fra komiteen. I tillegg manglet det minst én signatur fra et komitémedlem, på tross av at de interne prosedyrene påkrevde denne dokumentasjonen.

Et annet problem som granskningsgruppen fant iøynefallende var at det ikke fantes krav hos ratingbyråene som krever at informasjonen om låneporteføljene som underligger RMBS'ene skal verifiseres. Det eksisterte heller ikke krav til ratingbyråene om å kreve at utstederne av verdipapirene utførte due diligence, eller krav til at ratingbyråene innhenter rapporter på hvor mye due diligence som ble utført av utstederne. Med due diligence menes innhenting av informasjon og undersøkelse for å verifisere data. Med andre ord støttet ratingbyråene seg fullstendig på informasjonen som ble gitt av RMBS utstederen uten å sette spørsmålstegn. De prøvde heller ikke å få bekreftet integriteten eller nøyaktigheten ved informasjonen som var

gitt dem fordi de forventet at due diligence var en oppgave som skulle utføres i de andre leddene i prosessen.

Granskningsgruppen fant svakheter i ratingbyråenes arbeid med tilsynsprosesser av ratingavtalene. NRSRO'er var ikke lovpålagt å utføre tilsyn. Byråene vil vanligvis følge opp nøyaktigheten ved ratingene kontinuerlig når nye omstendigheter tilsier at det bør utføres en endring. Tilsynet av ratingene er en aktivitet som utstederne blir belastet en avgift for. Inkludert i tilsynsprosessen var arbeidsoppgaver som; kopier av månedlige periodiske rapporter, unntaksrapporter og unntaksparametere (SEC, 2008). Fra intern kommunikasjonsdata kom det frem at det var mangel på nok personalressurser og at byrået ikke hadde modellene eller informasjonen<sup>21</sup> tilgjengelig for tilstrekkelig å overvåke en eksisterende avtale under oppgraderte omstendigheter. Med oppgraderte omstendigheter menes nye forutsetninger som endrer prestasjonsevnen i den grad at avtalens rating kanskje bør revurderes. En analytisk leder i en tilsynsgruppe uttrykte i den interne kommunikasjonen at han ikke kjente til noen saker hvor det var blitt gjort en endring på en rating på grunn av endrede antakelser om produktet eller som et resultat av at nye kriterier for ratinger ble implementert. En annen ansatt uttrykte at det ikke var nok personale for å støtte opp om den virksomheten de drev med i forhold til tilsyn og at de derfor ikke var i stand med å følge opp hastigheten på utviklingen på verdipapiravtalene.

Dokumentasjonen av tilsynet som ble utført var også manglende. Et av ratingbyråene påsto at de hadde utført tilsyn, men var ikke i stand til å dokumentere at dette faktisk hadde pågått. I det lagrede kommunikasjonen mellom tilsynsansatte kom det frem at det var ansatte som var bevisste på at dette var et problem. Hos to av ratingbyråene fantes det heller ikke dokumenter med interne prosedyrer for hvordan tilsynsansatte skulle gå frem når de drev arbeid med oppfølging av RMBS og CDO'er.

Et annet problem som kom frem om ledelsen i ratingbyråene var at det fantes interessekonflikter som kom i veien for styringen av virksomhetene. Med interessekonflikt menes personlige finansielle interesser hos analytikere og hos andre av selskapets ansatte (SEC, 2008).

”Utstederen betaler”-modellen var et av spørsmålene som ble satt frem som en interessekonflikt. Modellen går som nevnt ut på at arrangøren (eller en annen enhet) som utsteder verdipapiret, også er den parten som bestiller ratingen i tillegg til å betale ratingbyrået

---

<sup>21</sup> Det gjaldt for eksempel kontantstrøm analyse for et antall underliggende.



for arbeidet. Interessekonflikten som kommer frem i lyset her er den interessen ratingbyrået har i å drive forretning fra selskapene som søker å få produktene sine ratet, fordi dette kan komme i veien for det å levere redelige ratinger.

I dag hindrer byråenes retningslinjer analytikerne til å delta i diskusjoner med utstedere om hvilke avgifter som skal betales for ratingarbeidet. Dette var derimot ikke en selvfølge før finanskrisen. Fra granskningen fant man at et av byråene tillot den øverste analytiske lederen til å delta i avgifts diskusjoner med utstederen frem til begynnelsen av 2007 da byrået valgte å endre denne regelen. I et annet byrå fikk den direkte overordnede for analytikeransatte, tillatelse til å delta direkte i avgiftsdiskusjoner med utstederne. Fra oktober 2007 ble det kun tillatt for forretningsutviklingspersonell å delta i denne typen forhandlinger. Det var kun en av ratingbyråene som aktivt drev tilsyn av etterlevelsen med retningslinjene i mot at analytikere skal delta i forhandlinger om avgifter knyttet til deres arbeid med kredittratinger. Som et resultat av dette var de også i stand til å oppdage og korrigere at dette oppsto.

En annen mulig kilde til interessekonflikt granskningsgruppen ble observant på var ansatte i kredittbyråene som deltok i transaksjoner i verdipapirene de var med på å rate. De ansatte ville også ha en interesse av at verdipapirene ble høyt ratet dersom de handlet i verdipapirer. Dersom de i tillegg var med på å utforme ratingen på obligasjonen de hadde tilknytning til, ville de i tillegg ha tilgang til å redusere modellen for egen vinning under omstendighetene hvor slike modellredigeringer fant sted.

Svakhetene i metodene var en av de største årsakene for at kredittrisikoen i instrumentene ble undervurdert (Utzig, 2010). Modellene var ikke i stand til å estimere korrelasjoner mellom mislighold i pakken som oppstår ved nedturer i finansmarkedet. Mangelen på historiske data var også med på å øke risikoen for at utfallet skulle bli feil. Modellene manglet også evnen til å ta i betraktning eventuelle alvorlige svekkelser i verdipapirene fra visse utstedere. Praksisen ved å endre modellene for å tilpasse til en bestemt rating, økte faren for at den påvirket utstedende investeringsbanker til å ”structure to rating”. Med andre ord designet utstedere spesielle egenskaper ved strukturen på verdipapirene for at den skulle passe inn til et bestemt ratingkrav.

Interessekonfliktene tillot at utstederne drev med ”rating shopping”, som også bidro til at ratingstandarden ble brutt ned. Utstederne la et press på ratingbyråene ved å undertrykke ratinger som de betraktet som uvelkomne.

## 4.2 Kredittratingens kvalitet og manglende risikostyring

Oppsummert var hovedproblemene som ble funnet i ratingselskapene at; det ble lagt for stor tyngde på matematiske og statistiske metoder som var basert på utilstrekkelig data, det ble ikke tatt nok hensyn til markeds- og makroøkonomiske utviklinger som faktorer som kan påvirke ratinger, det ble ikke tatt nok hensyn til korrelasjoner i verdipapirenes underliggende, interessekonflikter ble ignorert, og praksisen med offentliggjøring av modellforutsetninger var også utilstrekkelig (Utzig, 2010).

Kredittratingbyråene antas å bli dratt i to motstridende retninger når det kommer til å sette den endelige ratingen på et verdipapir. Utstederne er urolige for kapitalkostnaden og er i den tro at ratingen vil være med på å bestemme nivået kreditt spread<sup>22</sup>(Langohr, 2008). Derfor vil de at byråene skal rate obligasjonen høyest mulig og heller rate unøyaktig oppadgående enn nedadgående. De vil med andre ord at byrået skal unngå å gjøre en ”type II”-feil (fordømme den uskyldige). Investoren på den andre siden er opptatt av å få nok avkastning som gjenspeiler den risikoen de tar på seg ved investeringen, som de også mener bestemmes av ratingen. De ønsker derfor at byrået heller skal rate unøyaktig nedadgående fremfor oppadgående og unngå å gjøre en ”type I”-feil (frikjenne morderen). Kredittratingbyråene vil naturligvis ha et ønske om å utøve tilfredsstillende praksis for sine interessenter for ikke å ødelegge sitt omdømme. Spesielt siden redusert omdømme kan føre til en risiko for svikt i inntjening og kapitaltilgang på grunn av sviktende tillit og omdømme i markedet, dvs. hos kunder, motparter, eiere og myndigheter (referanse).

Funnene fra granskningene kan tyde på at det har vært et mål i ratingbyråene å møte utstederens ønske og behov for høyest mulig rating, med interessekonfliktene som motivasjonsfaktor. Det kan videre antas at det har vært en organisasjonskultur som støttet om praksisen med tanke på at deler av ledelsen har godkjent visse handlinger som ble utført. Handlinger som kan antyde dette er for eksempel; ”ut av modellen”-justeringer ble godkjent, manglende dokumentering ble ikke fulgt opp og korrigert, og analytikere (som hadde direkte interesse i hvor mye utstederen betalte for ratingen) var tillatt å delta i prisforhandlinger direkte med utstederen. Det tydeligste eksempelet på en operasjonell risiko og menneskelig svikt er handlingen hvor analytikerne justerte tapsgraden slik at produktet kunne gis en høyere rating.

---

<sup>22</sup> Differansen mellom risikofri avkastning og avkastningen på en obligasjon som kan havne i mislighold. Jo større differansen er, jo større regnes sannsynligheten å være for mislighold. Kredittspreaden anses som kostnaden ved å kjøpe beskyttelse mot kredittrisiko. (Hull, 2010)

Det er et fokus på at ratingprosessens kvalitet stammer fra objektivitet, grundig analyse og gjennomsiktighet. I en risikostyring sammenheng forstås objektivitet på to måter; den ene hvor objektivitet blir forstått i forhold til sanne risikotall fra sanne sannsynligheter, og den andre hvor objektivitet er et mål på i hvilken grad resultatene er basert på fakta, uten å være påvirket av emosjoner, tolkninger eller personlig partiskhet (Andersen, Häger, 2010). På et makroøkonomisk nivå, skal kredittrater forbedre markedseffektiviteten og gjennomsiktigheten ved å redusere asymmetrisk informasjon mellom långiverne og låntakerne (Langohr & Langohr, 2008). Etterspørselen for ratinger drives av det faktum at de skal være et korrekt mål på den underliggende misligholdssannsynligheten, og jo mer nøyaktig den er på å estimere denne sannsynligheten jo større verdi vil den også ha for brukerne.

Rasjonelt kan det antas at en ratingprosess med god kvalitet vil gi et resultat i form av en mest mulig nøyaktige rating og som gjenspeiler den reelle misligholdsrisikoen i det strukturerte produktet som rates. Dersom ratingen stammer fra at regelrett feil og unøyaktige data brukes i prosessen, vil helt klart ratingen ikke kunne brukes som en sann indikator på misligholdssannsynligheten i obligasjonen. Og dersom ratingen ikke er en sann indikator vil den heller ikke kunne kalles objektiv. Det var tilsynelatende utbredt praksis i NRSRO'ene at analytikerne valgte egne forutsetninger for utførelsen av modellene, som uten tvil er en operasjonell risiko for menneskelig svikt. Det må også ha vært en manglende risikostyring i ratingbyråene ettersom svikten fikk pågå over flere år. Dette resulterte i forventningsskjevne ratinger som ga ukorrekt informasjon utad til markedet. Det kan dermed påstås at ratingene verken var objektive eller gjennomsiktige. Ratingene var ikke objektive ettersom ratingene var basert på data som var påvirket av analytikernes partiskhet, og de var heller ikke gjennomsiktige ettersom markedet utad ikke kunne observere partiskheten som analytikerne bidro til i ratingprosessens.

## **5. Kredittvurderingens innflytelse på finansinstitusjonene**

Veksten som pågikk i det internasjonale markedet de siste 20 årene ville vært utenkelig uten Kreditt ratingbyråene (Utzig, 2010). Financial Crisis Inquiry Commission var blant de som konkluderte med at kredittratingbyråene var nøkkelfaktorer til årsaken for markedets fall i finanskrisen og at de var avgjørende for hvor godt markedet for MBS-markedet fungerte.

Hovedårsaken til at investorer var villige til å investere i de internasjonale strukturerte produktene var den store tilgjengeligheten på internasjonalt aksepterte indikatorer og synspunkt på misligholdsraten som produktene inneholdt. Kredittverdigheten på disse obligasjonene ville de så vidt vært i stand til selv å vurdere. Kreditt ratingbyråene jobbet i flere tiår på å organisere et enkelt og lesbart system som ville tiltrekke investorer til å investere i de internasjonale verdipapirene som de ikke var direkte kjent med. Systemet for private og offentlige obligasjoner har vist seg å være pålitelig og har gjort investorene i stand til å diversifisere porteføljene sine.

Rollen kreditt ratingbyråene har spilt i markedet med strukturerte produkter derimot bygget på asymmetrisk informasjon. Markedet for strukturerte produkter kunne ikke ha utviklet seg så langt uten kvalitetssikringen ratingbyråene ga produktene for investorer som ikke hadde nok forståelse for noe som opplagt var komplekse finansielle produkter. Markedet stolte blindt på byråene som var ansett som troverdige, men det viste seg at ratingene markedet hadde tatt hensyn til var dårlige indikatorer for den fremtidige utviklingen i produktene.

### **5.1 Asymmetrisk informasjon og moral hazard**

Asymmetrisk informasjon oppstår når en part i en kontrakt ikke er i stand til å observere en annen parts handlinger eller egenskaper (Seog, 2010). Forskjellen mellom handlinger og egenskaper er at handlinger kan kontrolleres og endres av en part, mens en parts egenskaper ikke kan endres. En parts egenskaper kan skape problemer for ”adverse selection”, som for eksempel egenskap som risikoappetitt. Dersom en forsikringskjøper er mindre risikoavers enn det forsikringsselgeren tar i betraktning, kan forsikringskjøperen også utgjøre en større risiko for denne selgeren. Derimot når en parts handlinger ikke kan observeres av en annen oppstår det et problem med ”moral hazard”. Parten som utgjør en risiko for moral hazard velger handlinger til egen fordel og interesse, og er villig til å handle i mot fastsatt kontrakt og lignende regler, så lenge parten ikke kan regnes som ansvarlig. Moral hazard oppstår med andre ord fordi parten ikke tar ansvar eller konsekvensene for sine handlinger, og vil derfor

opptre mindre forsiktig enn de ville om de ville holdes ansvarlige for handlingene. Moral hazard har vært en utbredt funksjon i det finansielle systemet (Dowd, 2009). Et godt eksempel er å utstede et lån til en låntaker som man vet er en dårlig betaler. Likevel velger man å selge det videre til en annen part og kanskje presentere lånet som et bedre lån enn det egentlig er ved hjelp av en annen part som har gitt det et ”godkjent”-stempel.

Et stort problem og en av årsakene til finanskrisen kan refereres til moral hazard. Flere av de finansielle aktørene var begrenset ansvarlig for handlingene de utførte og handlet dermed ofte uforsvarlig. EKSEMPEL. Når de finansielle aktører handlet uforsvarlig og tok på seg risiko, førte dette til at andre finansielle aktører ble rammet av risikoen.

Som tidligere nevnt kom det frem i flere granskningsrapporter at heller ikke ratingbyråene handlet fullstendig etter anbefalte prosedyrer og retningslinjer. Fra rapportene kommer det også frem at en god del av analytikerne må ha vært klar over hvor hensynsløst og uaktsomt de handlet på vegne av selskapet de arbeidet i. Prakteksempel på antydninger som viser til at det må ha funnet sted en kjennskap på denne uaktsomheten kommer frem i disse to utvekslinger per e-mail fra 2006 som ble funnet i S&P:

*”even bigger monster – the CDO market. Let’s hope we are all wealthy and retired by the time this house of cards falters” (SEC, 2008).*

*“Official #1: Btw (by the way) that deal is ridiculous.*

*Official #2: I know right...model def (definitely) does not capture half the risk.*

*Official #1: We should not be rating it.*

*Official #2: We rate every deal. It could be structured by cows and we would rate it. “*

*(Cohn, 2008)*

E-mailene beviser at analytikerne i S&P var klar over at de utledet ratinger som ikke gjenspeilet det faktiske risikoen i obligasjonsavtalene. De valgte å ikke ta ansvar for noe de forsto og burde ha forstått at de ikke gjennomførte en ratingprosess som ga resultater i ratinger som ikke representerte den reelle risikoen som obligasjonen burde ha vært kjent med. Det kom frem i granskningen at de var for få folk til å utføre arbeidet, at det var et høyt arbeidspress og at de ikke mottok nok betaling for avtalene som samsvarte med alt arbeidet som lå bak dem. Kanskje anså analytikerne at dette veide tungt nok for at ansvaret ikke lå på dem og at de gjorde det de maksimalt kunne. De var kanskje også likegyldige så lenge de fikk tilstrekkelig betalingen for arbeidet. Likevel burde analytikerne, som så de røde flaggene, tatt

eierskap over jobben de utførte og sørget for at de ble rettet opp i. Det kan foreslås at det var denne passive holdningen hos analytikerne til å ta ansvar som ga opphav til moral hazard. Resultatet ble ratinger av dårlig kvalitet som ga feil signaler til det finansielle markedet.

## **5.2 Overføring av risiko**

Som et risikohåndterende tiltak kan, som tidligere nevnt, risiko overføres fra en part til en annen. Det jeg derimot vil diskutere her, er om den beregnede risikoen (risikoen som skal deles/overføres) vil påvirkes når avtalen som inngås mellom partene er basert på ratinger som stammer fra manglende risikostyring i ratingprosessen.

Jeg vil anta at risikostyringen i ratingbyråene var manglende ut i fra konklusjonene fra granskningsrapportene. Ratingbyråenes omdømme var basert på en anseelse de hadde mottatt i 1930-årene. Men tittelen hadde ikke et annet innhold enn det faktum at det var en anseelse, med tanke på at byråene besto uregulerte, og det fantes heller ingen kriterier eller krav for hvorfor de nettopp var en NRSRO. Først da finanskrisen ikke var til å unngå ble det satt inn arbeid med anbefalinger om retningslinjer som ratingbyråer burde etterleve i 2003. Moody's, S&P og Fitch var en såkalt lukket klubb med NRSRO'er. De hadde også et omdømme hvor de fremsto som ratingbyråer som produserte objektive og "nationally recognized" ratinger, som i tillegg kunne brukes for regulering av verdipapirhandel og som et mål på risikosensitiviteten til verdipapirene.

Utstederne av CDO'ene bør også ha vært klar over hvor svekket verdipapirene var. Det er kommet frem i ettertid at også utstederne (investeringsbankene) brukte modeller som ikke var i stand til å estimere risikoen som CDO'ene sto for. På et tidspunkt må utstederne ha "lært" hvordan de kunne bruke ratingselskapene for å oppnå den ratingen de ville ha for å tjene best mulig på verdipapirene, og uten at dette nødvendigvis var i hensikt av å lure markedet. Med "lært" mener jeg at utstederne, i kommunikasjon med ratingbyråene, kan ha fått et inntrykk av hvordan byråene praktiserte og forstått det slik at det fantes muligheter for å forhandle seg frem til en rating.

Opprettelsen og tilbudet av CDO'er kan oppsummeres som en verdikjede som følger;

- 1) bankene utstedte lån til boliglåntakere solgt til investeringsbanker (som opprettet verdipapirer i form av blant annet CDO<sup>23</sup>, med lån, RMBS og andre CDO'er som underliggende),
- 2) investeringsbankene, som obligasjonsutstedere, betalte kredittratingbyråene for å utstede kredittrating på CDO'ene,
- 3) kredittratingbyråene ga CDO'ene en rating som gjorde CDO'ene klar for videresalg til investorer verden over (dersom CDO'en fikk en minimum rating BBB)
- 4) forsikringsselskaper solgte deretter syntetiske CDO'er, CDS'er, til investorene som hadde investert i CDO'er, slik at de kunne forsikre seg mot mislighold fra CDO'ene.

Som tidligere nevnt fantes det manglende regulering og risikostyring i store deler av kjeden, og man kunne drive virksomhetene nærmest uten at noen myndighet drev tilsyn og pekte fingeren på det som ble gjort galt. De amerikanske myndighetene ønsket at flere amerikanske borgere skulle eie egne boliger og ga klarsignal om utdeling av boliglån til "alle og enhver". I tillegg var flere av de finansielle aktørene motivert av høye bonusordninger og avkastninger, i tillegg til at en del av dem var redusert ansvarlige. Dermed kunne de handle mer uansvarlig ettersom det ikke var deres egne penger som sto på spill (Dowd, 2009).

Selv om kredittratingbyråene ikke kan gis all skyld i den fatale krisen, må de gis skyld i omfanget krisen fikk. Hadde verdipapirene fått en lavere rating som reflekterte den reelle risikoen i CDO'ene, kunne investorene vært mindre tiltrukket av å investere i produktet. Det kunne kanskje også resultere i et mer vellykket CDO-marked. Den manglende risikostyringen startet allerede hos boliglånmeglerne og bankene som opprettet lånene. En del av dem hadde en praksis hvor de unnlot å hente inn diverse data om låntakerne. I tillegg var det vanlig å justere søknaden til låntakerens fordel. Investeringsbankene som kjøpte lånene brukte også vurderingsmodeller som ikke var stand til å estimere risikoen ved CDO'ene (Andersen, Häger, Maberg, Næss, Tungland, 2010).

I stedet for å hindre at de operasjonelle feilene hos lån- og obligasjonsutstederne ville påvirke flere aktører, ga i stedet kredittratingbyråene obligasjonene førsteklasses godkjenningsstempel. Investorer verden over som ikke var i stand til å forstå obligasjonenes risiko, tok stempelen for god fisk. Forsikringsselskapene stolte også blindt på ratingene og så tilsynelatende liten fare med å selge investorene forsikringer. Ratingbyråene fungerte dermed som en akselerator for CDO-markedet. Det var ratingen de utstedte som gjorde CDO'ene så

---

<sup>23</sup> Oftere og oftere var CDO'ene inneholdende subprime lån med dårlig likviditet.

attraktive på markedet, tross de var underliggende en drøss med ”råtne lån”. På denne måten bidro ratingbyråene til at operasjonell risiko ble spredt/overført fra de første aktørene (boliglånsutstederne og utstederne av CDO'er) og utgjorde en større risiko (blant annet kreditt risiko) for resten av aktørene i verdikjeden, enn de var i stand til å håndtere.

## 6. Veien videre

Kredittratingbyråene forble uberørt av risikoen som ble spredt som følge av det mislykkede CDO-markedet. Dermed er de blitt pålagt en del reguleringer og krav rundt om i verden som en reaksjon på finanskrisen. I dette kapittelet vil jeg presentere reguleringen som er blitt gjort og diskutere problemer som kan påvirke ratingen som følge av sterkere regulering. Jeg vil også presentere prinsipper for Supply Chain Management (SCM) og hvordan dette kan implementeres i obligasjonsmarkedet for mer effektiv og transparent samhandling i verdikjeden av finansielle aktører.

### 6.1 Regulering av ratingbyråene etter finanskrisen

Som en reaksjon på finanskrisen reviderte og styrket IOSCO de grunnleggende retningslinjene for kredittratingselskaper i 2008 (Katz, Salinas, Stephanou, 2009). Eksempler på endringene som ble gjort var å styrke kvaliteten på ratingprosessen, sikre konsekvent oppfølging av ratinger, forby at analytikerne engasjerer seg i strukturen på produktene, øke offentliggjøringen, oppfølging av retningslinjer når det kommer til godtgjørelse og å sørge for at ratingmetoder på strukturerte produkter skilles fra andre typer ratingmetoder. For å hindre grenseliggende reguleringer har IOSCO foreslått sine retningslinjer som en mal for tilsyn over ratingbyråene og har også utviklet en modul for at det lettere skal foregå inspeksjoner av modellene.

I 2009 ble også lederne i G-20<sup>24</sup> enige om at alle kredittratingbyråer hvis ratinger blir brukt for regulatoriske formål, skal bli underlagt et tilsynsregime som krever at byrået registreres under regimet og at det følger IOSCO's retningslinjer. De ble også enighet om at de nasjonale

---

<sup>24</sup> Kalles the Group of Twenty og er en gruppe som består av de 19 landene i verden med sterkest økonomi i tillegg til EU (G-20, 2011).



myndighetene skal håndheve etterlevelse, at byråene gjør et klart skille mellom ratingene for strukturerte produkter og at offentliggjøringen blir bedret.

Samme året endret også SEC reguleringene i forhold til ratingbyråene i USA ved å kreve forbedrede rutiner ved offentliggjøring av prestasjonsstatistikk og rating metoder, offentliggjøring på hjemmesidene med et utvalg av handlinger i forhold til ratingfastsettelse for hver ratingklasse, forbedret arkivering og årlige rapporteringer, og ytterligere restriksjoner på aktiviteter som kan bidra til interessekonflikter (for eksempel ved å forby ratingbyråer fra å rådføre utstedere om ratinger, i tillegg til å forby analytikere å delta i betalingsforhandlinger). SEC har valgt å unngå å sette regler i forhold til å kreve at NRSRO'er endrer ratingsymbolene spesielt for strukturerte produkter eller hvorvidt referanser til NRSRO-rating i stor grad burde fjernes fra SEC's regler.

Innen EU godkjente det europeiske parlamentet en regulering kredittratingbyråer i april, 2009. Alle byråene som ønsker at deres ratinger blir brukt innen EU må søke om registrering hos Committee of European Securities Regulators (CESR), og skal deretter bli lagt under tilsyn av CESR og i landet/staten byrået tilhører. Hvorvidt ratinger fra byråer som opererer i hovedsak utenfor EU's grenser kan aksepteres, vil etter denne reguleringen vurderes sak for sak, og vil være påvirket av om tilsynsrammeverket i opprinnelseslandet er like sterkt regulert som innen EU. De registrerte byråene vil bli underlagt til juridisk bindende regler som er basert på IOSCO's retningslinjer, som inkluderer; forbud mot rådgivningstjenester, krav til økt offentliggjøring og gjennomsiktighet, differensiering av ratinger på komplekse produkter (som strukturerte produkter), og sterkere intern styring. CESR skal i tillegg etablere et arkiv, som er gratis tilgjengelig til offentligheten, med historiske data på ratinger som er blitt utstedt på alle de registrerte ratingbyråene.

I ratingindustrien har det vært stor diskusjon om hvilke tilnærminger det skal gjøres i forhold til regulering av byråene. Vurderinger som tas i betraktning er omfang av håndhevelse som bør settes i kraft, kostnad ved reguleringen og hvorvidt reguleringen kan ha ødeleggende effekt på kvaliteten, innovasjonsevnen, variasjonen og uavhengigheten til kredittratingene (Langohr, Langohr, 2008). Ved svekkelse av innovasjonsevnen finnes det bekymringer for at denne kan motvirke innovasjon innen ny teknologi, nye metoder, nye modeller (inkludert nye forretningsmodeller) og nye måter å samle inn og vurdere informasjon om obligasjonene (White, 2011).

Samtidig er det viktig at ikke at ikke ratingbyråene blitt latt til seg selv ettersom ratingene de offentliggjør har en tydelig effekt på det finansielle markedet. Ifølge ratingbyråene selv, er ratinger et uttrykk for en objektiv uttalelse om kredittverdigheten til en utsteder av et lån eller en obligasjon. Det er derimot ikke en anbefaling for å kjøpe, selge eller eie et verdipapir (Katz, Salinas, Stephanou, 2009). Kredittratingbyråene må likevel forstås med å ha en påvirkningskraft i retning av å fungere som en anbefaling for aktører som handler med de ratede obligasjonene. Foreløpig er reguleringen ganske varierende på verdensbasis. I USA er man fortsatt nølende med hvor sterke regulatoriske tak man skal gripe i ved ratingindustrien, mens det i EU er blitt satt inn et klart regulatorisk regime. Målet burde kanskje være en mer samstemt regulering av ratingindustrien verden over, og dermed for å følge opp med verdens globaliserende trend.

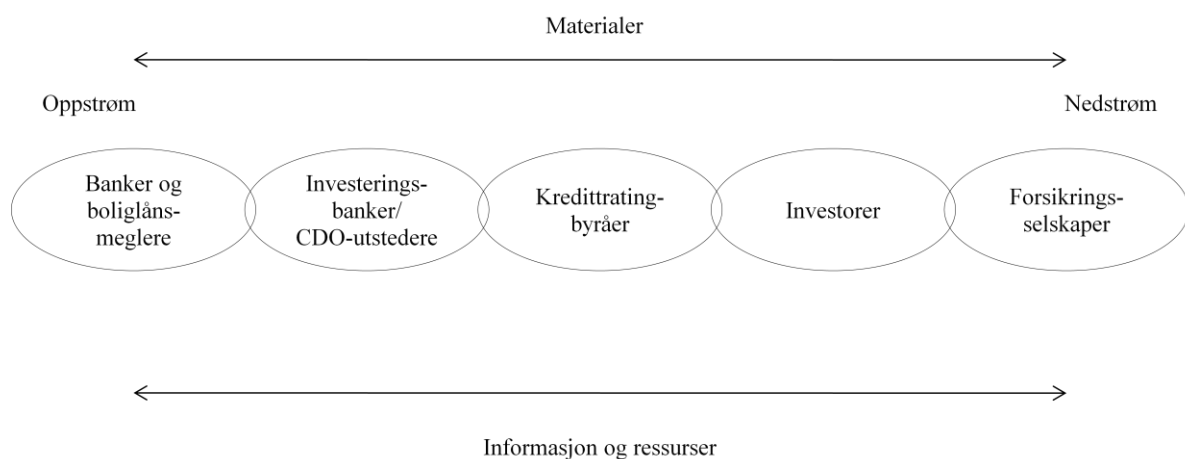
## **6.2 Supply Chain Management (SCM) som tiltak for regulering**

Et mulig tiltak for sterkere regulering som kan gjennomføres i den finansielle industrien kan være å sørge for at den fungerer som en verdikjede basert på teorien om Supply Chain Management. Videre vil jeg utrede litt om teorien og hvordan den kan settes sammen med eksempel fra verdikjeden som produserte CDO'er, nevnt i forrige kapittel.

SCM og logistikk har vært fremtredende områder siden midten av 1980-årene, men i realiteten har institusjonene røtter som strekker seg lengre tilbake enn det. De anses som en nøkkelfaktor i dagens forretningsverden, men er også viktig for "not-for-profit" og den offentlige sektoren. Praksisen er mest vanlig i industrisammenheng, men man opplever en økende og vellykket bruk av prinsipper innen logistikk og SCM i andre næringer også. I banknæringen har man med SCM oppdaget effektivisering hvor vektleggingen har blitt overført til å betjene flere kunder på en bedre, raskere og billigere måte (Butcher, Lalwani, Mangan, 2008).

Council of Supply Chain Management Professionals definerer ledelse av logistikk som den delen av verdikjeden (Supply Chain Management) som planlegger, implementerer og kontrollerer den effektive og den mest kostnadsbesparende flyt av varer, tjenester og den tilknyttede informasjonen mellom utgangspunktet og sluttpunktet ved konsum, for å kunne møte kundenes behov (CSCMP, 2011). The Chartered Institute of Logistics and Transport beskriver logistikk som det å få det rette produktet til det rette stedet i riktig kvantum på det riktige tidspunktet, i den beste tilstanden og til en akseptabel kostnad (CILT, 2011).

Uttrykket Supply Chain Management ble i utgangspunktet introdusert av konsulenter i begynnelsen av 1980-tallet og har deretter mottatt en god del oppmerksomhet. SCM er et mye bredere, konserninternt og grensestrekende konsept enn det logistikk er. Professor Martin Christopher<sup>25</sup> uttrykker en måte å se på verdikjeden på som bestående av et deltakende nettverk med organisasjoner, som går gjennom oppstrøm (til tilbyderne av produktet) og nedstrøms (til kundene i verdikjeden) linker/bindinger, i forskjellige prosesser og aktiviteter som produserer verdier i form av produkter og tjenester som ender opp hos konsumenten (Butcher, Lalwani, Mangan, 2008). I figuren under gir jeg et eksempel på hvordan verdikjeden kan se ut for CDO'ene.



Figur 1. Eksempel på verdikjede for CDO'er (Butcher, Lalwani, Mangan, 2008).

Professor Christopher skiller verdikjeden fra vertikal integrasjon, som går ut på at et eller flere selskaper i samarbeid kontrollerer hele eller deler av verdikjeden med enheter i oppstrøm og nedstrøm (Butcher, Lalwani, Mangan, 2008). Ved SCM derimot inngår det ikke nødvendigvis et eierskap eller en kontroll over verdikjeden. Det er ønskelig at verdikjeden inneholder noen nøkkelementer som; fysisk flyt av materialer, flyt av informasjon (gjennom hele verdikjeden), og av ressurser som skal gjøre at verdikjeden samhandler mest effektivt. Ressursene som er spesielt viktig er de finansielle, men mennesker og utstyr inngår også. Ikke

<sup>25</sup> Professor i markedsføring og logistikk ved Cranfield School of Management (Butcher, Lalwani, Mangan, 2008).

alle ressursene er nødvendigvis materielle. For eksempel anses det også som en nødvendig kapital med en god kvalitet på forholdet mellom samhandlende selskaper for at verdikjeden skal kunne operere mest mulig effektivt.

Flyten av informasjon er nøkkelelementet som er mest kompleks. Synligheten av informasjon i verdikjeden når den trengs vil være med på å styre kompleksiteten. Synligheten er likevel vanskelig å oppnå. En årsak til dette er antallet parter som inngår i verdikjeden, men det vil også avhenge av barrieren mellom partene og hvor flinke disse er på å dele informasjon (Butcher, Lalwani, Mangan, 2008).

Ratingbyråene kan anbefales å bli sett mindre på som en uavhengig institusjon som utfører tjenester med ratinger, og mer som en del av verdikjeden for produktet som rates. Det finnes minst to grunner for hvorfor dette kan anbefales. For det første fordi ratingene bør ses på som en ressurs som deles med de andre organisasjonene i kjeden. For det andre fordi funnene etter granskningene hos ratingbyråene bekrefter at gjennomsiktighet i industrien er en nødvendighet. Den største utfordringen med en slik tilnærming kan være som nevnt være synligheten av informasjon. Dette ble bevist når finanskrisen inntraff. Nettopp derfor bør det være en milepæl å strebe etter.

## 7. Konklusjon

I denne masteroppgaven har jeg gjort rede for historien om hvordan kredittratingbyråene startet med sin virksomhet med utstedelser av ratinger på obligasjoner. Byråene Moody's, S&P og Fitch etablerte virksomhetene en etter en i begynnelsen av 1900-tallet. Da det ble satt inn krav for banker om kun å holde på obligasjoner med minimum rating BBB fra et NRSRO-ansett byrå i 1930-årene, kom dette til fordel for de tre byråene som foreløpig var de eneste byråene med denne anseelsen. Det var slik banker begynte med regulatorisk bruk av ratinger. Det kom til å vise seg at de tre første NRSRO-byråene kom til å beholde monopol på anseelsen frem til finanskrisens inntreden i 2007.

Reguleringen av ratingindustrien var ikke-eksisterende frem til begynnelsen av 2000-årene i frykt for at regulering ville påvirke objektiviteten til ratingene. Det var først i begynnelsen av 2000-årene det begynte å dukke opp anbefalinger om retningslinjer som industrien burde etterleve på egne premisser. Dette kan helt klart ha vært en faktor som bidro til den manglende risikostyringen som kom frem i funnene fra granskningen av ratingbyråene. Ratingbyråene var motivert av egne interesser og tillot utstederne å kjøpe seg frem til høye ratinger. Dermed ga ratingbyråene godkjenningen til å spre råtne subprime lån verden over.

Funnene beviser dermed at ratingselskapene til en viss grad bør reguleres og ikke etterlates til seg selv; 1) fordi ratingene har en påvirkningskraft på etterspørselen og på aktørene i obligasjonsmarkedet, og 2) ettersom ratingene er deling av informasjon med obligasjonsmarkedet, bør det settes krav til gjennomsiktighet i ratingindustrien. En mulig tilnærming kan være å inkludere kredittratingbyråer i en verdikjede for obligasjonene, gjennom supply chain management teori.

## 8. Referanseliste

### 8.1 Bøker og artikler

Andersen, Lasse; Häger, David: *Objectivity and the Measurement of Operational Risk, Reconsidered*, 2010, Universitetet i Stavanger/Bayes Risk Management AS.

Andersen, Lasse; Häger, David; Maberg; Næss; Tunglund: *The financial crisis in an operational risk management context – a review of causes and influencing factors*, 2010

Black, Hashimzade, Myles: *Oxford dictionary of economics*, 2009, 3<sup>rd</sup> ed., Oxford university press.

Butcher, Tim; Lalwani, Chandra; Mangan, John: *Global Logistics and Supply Chain Management*, 2008

Chernobai; Fabozzi; Rachev: *Operational Risk: A Guide to Basel II Capital Requirements, Models, and Analysis*, 2007, New Jersey.

Committee of sponsoring organisations of the treadway commission: *Enterprise Risk Management - Integrated Framework*, 2004, Jersey.

David, David; Stewart, Richard: *International Logistics: The Management of International Trade Operations*, 2010, Mason.

Dowd, K.: *Moral hazard and the financial crisis*.

Cato Journal, volum: 29, utgave: 1, 2009, side: 141-166

Jorion, Philippe: *Financial risk manager handbook*, 2007, New Jersey.

Hull, John C.: *Risk Management and Financial Institutions*, 2<sup>nd</sup> ed., 2010, Boston.

Langohr, Herwig; Langohr, Patricia: *The rating agencies and their credit ratings – What they are, how they work, and how they are relevant*, 2008, West Sussex.

Levich, Richard M.; Majnoni, Giovanni; Reinhart, Carmen M.: *Ratings, rating agencies and the global financial system*, 2002, New York University

Palyi, Melchior: *Bank Portfolios and the Control of the Capital Market*, Jan. 1938, The Journal of Business of the University of Chicago, Vol 11.

Seog, S. Hun: *The Economics of Risk and Insurance*, 2010, Chichester.

The Financial Crisis Inquiry Commission: *The Financial Crisis Inquiry Report*, Official Government edition, 2011.

Utzig, Siegfried: *The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective*, 2010.

Walston-Dunham, Beth: *Introduction to law*, 5. utg, 2009, New York.

White, Lawrence J.: *A Brief History of Credit Rating Agencies: How Financial Regulation Entrenched this Industry's Role in the Subprime Mortgage Debacle of 2007-2008*, Mercatus on policy no. 59, 2009, George Mason University.

## 8.2 Web sider

Council of Supply Chain Management Professionals:

<http://cscmp.org/aboutcscmp/definitions.asp>

Cohn, Scott: S&P Officials:

[http://www.cnbc.com/id/27321998/S\\_P\\_Officials\\_We\\_d\\_Do\\_a\\_Deal\\_Structured\\_by\\_Cows](http://www.cnbc.com/id/27321998/S_P_Officials_We_d_Do_a_Deal_Structured_by_Cows),

Economic History Association:

<http://eh.net/encyclopedia/article/grossman.banking.history.us.civil.war.wwii>

Finansdepartementet: <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/nouer/2003/nou-2003-23/11/2.html?id=119128>

Finansdepartementet: <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/nouer/2006/nou-2006-01/7/14.html?id=120260>

Finanshuset Acta: <https://www.acta.se/en/Investeringsordboken/#J>

Finansnæringens Fellesorganisasjon: <http://www.fno.no/no/Hoved/Fakta/Verdipapirer-og-kapitalforvaltning/Faktaark-verdipapirer-og-kapitalforvaltning-A---A/MIFID/>

Fitch Group: <http://www.fitchgroup.com/>

G-20: [http://www.g20.org/about\\_what\\_is\\_g20.aspx](http://www.g20.org/about_what_is_g20.aspx)

Graham Searjeant: <http://business.timesonline.co.uk/tol/business/economics/article394421.ece>

Grønland, Karl-Anders: <http://www.econa.no/egenkapitalinstrumenter-i-aksje-og-allmennaksjeselskaper>

Katz, Jonathan; Salinas, Emanuel; Stephanou, Contantinos:  
<http://rru.worldbank.org/documents/CrisisResponse/Note8.pdf>

Kulturdepartementet: <http://www.regjeringen.no/nm/dep/kud/Dokument/proposisjonar-og-meldingar/Odelstingsproposisjonar/20032004/otprp-nr-81-2003-2004-/6/2.html?id=178980>

Legal information institute: “Joint Venture” [http://topics.law.cornell.edu/wex/Joint\\_venture](http://topics.law.cornell.edu/wex/Joint_venture)

Lloyd’s: <http://www.lloyds.com/Lloyds/About-Lloyds/What-is-Lloyds>

Lovdata: <http://www.lovdata.no/all/tl-19880610-040-007.html>

Moody’s: <http://www.moody.com/Pages/atc.aspx>

Oxford Dictionaries:  
[http://oxforddictionaries.com/view/entry/m\\_en\\_gb0558620#m\\_en\\_gb0558620](http://oxforddictionaries.com/view/entry/m_en_gb0558620#m_en_gb0558620)

SEC: <http://www.sec.gov/index.htm>

SEC: <http://www.sec.gov/about/laws.shtml>

Staff of the Securities and Exchange Commission:  
<http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf>

Standard and Poor’s: <http://www.standardandpoors.com/>

Time Magazine: <http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,878372,00.html>

White, Lawrence J.: [http://web-docs.stern.nyu.edu/old\\_web/economics/docs/workingpapers/2010/White\\_Credit%20Rating%20Agencies%20for%20JIBLR.pdf](http://web-docs.stern.nyu.edu/old_web/economics/docs/workingpapers/2010/White_Credit%20Rating%20Agencies%20for%20JIBLR.pdf)

White, Lawrence J.: [http://web-docs.stern.nyu.edu/old\\_web/emplibrary/ACF7V5DE7.pdf](http://web-docs.stern.nyu.edu/old_web/emplibrary/ACF7V5DE7.pdf)