

Bo Becker

KREDITBEDÖMNINGAR UNDER FINANSKRISEN – analys och reformalternativ

Bo Becker är biträdande professor vid Harvard Business School och Faculty Research Fellow i National Bureau of Economic Researchs Corporate Finance-program. Professor Becker doktorerade vid University of Chicago. Dessförinnan arbetade han som rådgivare i Statsrådsberedningen. I sin forskning, som har publicerats i *The Journal of Finance* och *Journal of Financial Economics*, undersöker han hur finansieringsvillkor och ägarstruktur påverkar företagens beteende och i synnerhet hur kreditmarknaderna fungerar, däribland den rättsliga och institutionella ramen kring banker och obligationsmarknader.

Detta är en översättning från en rapport skriven på engelska.

Förord

Finanskrisen anses allmänt ha innefattat fel och brister i kreditvärderings-systemet. Kreditvärderingsinstituten har kritiserats för intressekonflikter, brist på sakkunskap, undermåliga makroekonomiska prognoser och för att vara långsamma med att uppdatera kreditbetygen.

Svagheter i kreditbedömningarna, särskilt när det gäller strukturerade produkter, har föranlett ett stort antal reformförslag, både i USA och i EU.

I syfte att belysa utvecklingen på området uppdrog Finansmarknadskommittén åt Bo Becker att skriva en rapport som behandlar just detta.

Rapporten har diskuterats vid möten i Finansmarknadskommittén och kommer att vara diskussionsunderlag för Finansmarknadens runda bord vid dess möte den 15 juni i år.

Det är min förhoppning att rapporten ska bidra till debatten kring regelverkets framtida utformning.

Stockholm 7 juni 2011

Johanna Lybeck Lilja
Statssekreterare
Ordförande Finansmarknadskommittén

KREDITBEDÖMNINGAR UNDER FINANSKRISEN

– ANALYS OCH REFORMALTERNATIV

SAMMANFATTNING

Den senaste finanskrisen och kreditbetygens centrala roll har medfört ett betydande reformtryck. Externa kreditbedömningar är en integrerad del av det moderna finansiella systemet. Det grundläggande skälet är att kreditbetygen fyller en värdefull funktion: genom att göra information allmänt tillgänglig minskar de dubbelarbete. Under årens lopp har kreditbetyg använts av tillsynsmyndigheter och lagstiftare som ett sätt att reglera risker i finansinstituten räntebärande placeringar.

Kreditbedömningarna var en väsentlig faktor i uppbyggnaden av kreditrisk i det finansiella systemet före finanskrisen 2008–2009. Optimistiska kreditbetyg bidrog till koncentrationen av bristfälligt förstådda exponeringar mot amerikanska bolån i flera finansinstitut under de år som föregick finanskrisen. Problemen förefaller dock vara koncentrerade till bolånesäkrade värdepapper (mortgage-backed securities, MBS) och andra strukturerade produkter. I fråga om företagskrediter har kreditbetygen visat sig vara ganska rimliga. Kreditvärderingen av stater spelade ingen roll under upptakten till finanskrisen, och kreditbetygen är i allmänhet mindre viktiga här, eftersom de tillför lite ny information till finansmarknaderna. I fråga om statliga emittenter är kreditbetygen av betydelse huvudsakligen genom den effekt de har på reglerade institut. I motsats till kreditbetygen för företag och stater har kreditbetygen för strukturerade produkter i flera fall visat sig vara mycket optimistiska, och hela systemet för att ta fram och sätta dessa kreditbetyg kan ifrågasättas.

Kreditvärderingsinstituten har kritiserats för intressekonflikter, brist på sakkunskap, undermåliga makroekonomiska prognoser och för att vara långsamma med att uppdatera kreditbetygen. De svagheter i kreditbedömningarna som

uppenbarade sig under finanskrisen, särskilt när det gäller strukturerade produkter, har föranlett ett stort antal reformförslag. Till de mest drastiska förslagen hör krav på att kreditvärderingsinstitut bör drivas i statlig regi.

Reformalternativen är dock begränsade om kreditvärderingssystemets fungerande delar (dvs. framför allt kreditvärderingen av företag) ska skyddas. Ett viktigt skäl till detta är att modellen där emittenten betalar för utförande av kreditvärderingen troligen måste bli kvar. Dagens användning av kreditbetyg i regelverket kräver att alla marknadsaktörer har tillgång till kreditbetygen. Systemet kräver därför fritt tillgängliga kreditbetyg. Om investerarna i stället skulle betala för kreditbetygen, förväntar de sig rimligen att de som inte betalar inte heller ska kunna ta del av informationen. Tanken att investeraren ska betala är följaktligen i grunden felaktig. En väletablerad affärsmodell, där kreditbetygen är gratis för investerarna, är just modellen där emittenten betalar. Givet att denna affärsmodell inte reformeras, kommer produktionen av högkvalitativa kreditbetyg att fortsätta vara beroende av att kreditvärderarna värnar om sitt rykte som pålitliga leverantörer av tillförlitlig kreditinformation. Detta är den grundläggande drivkraften bakom kreditbetyg av hög kvalitet.

Bland de specifika reformförslag som förefaller vara problematiska är a) att införa juridiskt ansvar för kreditvärderarna (och potentiellt göra dem skadeståndsskyldiga) om deras kreditbetyg visar sig vara oriktiga och b) att öka konkurrensen. Juridiskt ansvar leder troligen till ett tryck nedåt på kreditbetygen (eftersom det är föga troligt att investerare skulle klaga över kreditbetyg som är för låga). Konkurrens kan tvinga kreditvärderarna att konkurrera aggressivare om emittenternas uppdrag, störa det långsiktiga fokuset och därigenom göra dem mindre måna om kreditbetygens kvalitet.

Mer lovande reformvägar inbegriper a) att öka informationsutbytet och öppenheten (för att minimera emittenternas möjligheter att undertrycka negativa uppfattningar, ett beteende som kallas "betygsshopping") och b) att minska användningen av kreditbetyg i finansiell reglering (för att därigenom låta efterfrågan på kreditbetyg i högre grad sammanhålla med informationsinnehållet, i stället för att vara mekanisk och styrd av kapitalkrav i olika former).

1. VARFÖR BEHÖVS KREDITVÄRDIGHETS BETYG?

Genom att kreditbetyg gör kreditinformation allmänt tillgänglig, minskar de mängden dubbelarbete. Det moderna finansiella systemet bygger på tillgång till allmänt tillgänglig information om kreditkvalitet, särskilt för regleringsändamål. Den nuvarande modellen förutsätter fritt tillgängliga kreditvärdighetsbetyg, och detta är nära förknippat med den intäktsmodell för kreditvärderingsinstituten där emittenten betalar.

Verksamheten att samla in, analysera och sprida kreditinformation har en lång och framgångsrik historia. Kredituppgifter om enskilda och företag samlades in så tidigt som i mitten av 1800-talet av företag som Dun och Bradstreet (på den tiden två separata företag) i USA och användes ofta för att bedöma handelskrediter. Företag som betygsatte företagsobligationer utvecklades parallellt med den växande amerikanska marknaden för företagsobligationer senare samma århundrade. Standard & Poors (S&P) har sitt ursprung i kreditbedömning av järnvägsbolag på 1860-talet, Moodys grundades 1909 – men John Moody gav ut ”manualer” ett årtionde dessförinnan – och Fitch grundades 1913. Företagen är inte bara gamla, utan har även varit ytterst lönsamma under senare tid. Moodys, som är börsnoterat, förmedlar mer informationen till allmänheten än de två andra huvudsakliga kreditvärderarna. Under perioden 1997–2010 var den genomsnittliga nettovinstmarginalen (nettovinsten i förhållande till intäkterna) 48 procent. Även 2009, som var ett dåligt år för kreditvärderingssektorn, var nettovinstmarginalen 39 procent (samma år hade Microsoft en nettovinstmarginal på 29 procent och Google 28 procent).

Dessa företags långa historia och betydande finansiella framgång återspeglar det faktum att de fyller en grundläggande och värdefull ekonomisk funktion. Ytligt sett har det skett betydande förändringar av deras arbete. I början ägnade sig kreditvärderarna av obligationer mestadels åt att samla in information om utestående företagsobligationers belopp och förfallodagar (figur 1 ger ett exempel från Moody's Manual år 1917). Det analytiska innehållet har ökat under årens lopp. I dag samlar kreditvärderarna in och analyserar information om värdet på olika värdepapper. Värderingsinstituten delar med sig av sin analys åt investerare

och allmänheten i form av kreditbetyg och skapar därigenom en gemensam och allmänt tillgänglig referenspunkt för kreditrisk. I princip behöver den analys och datainsamling som görs av kreditvärderare inte upprepas av någon annan, så kreditvärderarna eliminerar mängden dubbelarbete i finanssektorn.

Den information som kreditvärderarna tillhandahåller är vad ekonomer kallar en kollektiv nytthet, dvs. en nytthet vars användning av en person inte begränsar dess användning av någon annan.¹ Annorlunda uttryckt är det slöseri (för ekonomin som helhet) att samla in samma information eller utföra samma analys två gånger.

Kreditvärderingsinstituten utför en kreditbedömning en gång och delar med sig av sina resultat. Härigenom kan en mängd investerare, kunder, leverantörer och avtalsparter bedöma kreditvärdigheten hos ett företag (eller annan emittent av skuldinstrument) utan att upprepa arbetet. På detta sätt hushåller kreditvärderingsinstituten med resurserna i det finansiella systemet.

Eftersom kollektiva nyttigheter som kreditbetyg kan konsumeras helt utan marginalkostnad när de väl har producerats, är tillhandahållandet av kollektiva nyttigheter ofta förenat med problem med aktörer som åker snålskjuts ("free-rider"-problem). I kreditvärderingsbranschen betyder detta att det är en utmaning att hitta en naturlig

1918 MATURITIES

FOR QUOTATIONS: First consult the Alphabetical List of Securities beginning on page 228. The firms referred to in this list are ones we can recommend. If the Alphabetical List does not contain the name of the particular security in which you are interested, our Inquiry Department will gladly endeavor to furnish the desired information.

JANUARY, 1918

50,000 Alabama Great Southern RR. Car Trust 4½s, Series "D".....	Jan. 1, 1918
50,000 American Lumber Co. First & Refunding 6s.....	Jan. 1, 1918
1,500 American Merchants Syndicate. First Serial 6s	Jan. 1, 1918

FIGUR 1 SIDA UR MOODY'S MANUAL, PUBLICERAD 1917.

¹ Adam Smiths berömda exempel på en kollektiv nytthet är en fyr. Många slags information kan betraktas som kollektiva nyttigheter.

intäktskälla för kreditvärderarna. Detta problem har av flera skäl blivit mer uttalat under senare årtionden. Förr publicerade kreditvärderingsinstituten manualer med kreditinformation (se figur 1). Många obligationsinvestorer fann dessa manualer vara användbara som referensmaterial. Vid denna tidpunkt användes kreditbetyg inte i någon större omfattning i vare sig privatavtal eller regelverk. Kreditvärderarna tog ut prenumerationsavgifter av investerarna, som fick kvartalsvisa manualer. Affärsmodellen byggde på respekt för kreditvärderingsinstitutens upphovsrätt. Även om kreditvärderarna kunde utsättas för missbruk (t.ex. kunde någon komma över information i manualen billigare genom köpa denna i andra hand), var det svårt att kopiera omfattande informationskataloger till låg kostnad. I praktiken var därför beroendet av upphovsrättsligt skydd inte heller särskilt problematiskt.

Med tiden förändrades två saker. För det första har kostnaden för att kopiera och sprida den information som tas fram av kreditvärderingsinstituten fallit på grund av den tekniska utvecklingen. Det har blivit svårare att värna upphovsrätten och därmed svårare att ta betalt av investerarna för kreditbetyg. Affärsmodellen där användaren betalade blev därför ohållbar redan "genom spridningen av billig fotokopiering" (White 2002, s. 47). Från och med början av sjuttioalet blev de stora kreditvärderarna i allt högre grad beroende av avgifter som betalades av obligationsemittenterna och mindre av intäkter från användarna.

För det andra – och lika viktigt – började kreditbetyg som publicerades av värderingsinstituten i allt högre grad användas i regleringssyfte.² När kreditbetyg används på detta sätt kräver det att enskilda kreditbetyg är lättillgängliga för finansmarknadens aktörer. Hur kan investerarna annars förväntas känna till kreditbetygen på de produkter som de innehar? Användningen av kreditbetyg i finansiell reglering kräver således att de görs allmänt tillgängliga (mer eller mindre) gratis. Det är så systemet fungerar i dag: kreditvärderingsinstituten tar

² Tidiga amerikanska regleringar inbegriper ett krav på banker att marknadsvärdera obligationer i kategorin "non-investment grade" (dvs. utan tillfredsställande kreditvärdighet), utfärdat 1931 av Federal Reserve och OCC (Office of the Comptroller of the Currency), ett krav på försäkringsbolag att hålla större reserver för riskfyllda värdepapper, tolkat som "non-investment grade", från 1951, samt liknande regler för börsmäklare, i kraft sedan 1975 på grundval av SEC:s regel 15c3-1 – "the uniform net capital rule" (regeln om enhetligt nettokapital). Se Katzenstein (2005) för fler exempel.

ibland ut prenumerationsavgifter av användarna, vilket ger tillgång till såväl kreditbetyg som mer detaljerade rapporter, men själva kreditbetygen är ingen viktig intäktskälla.

S&P tog betalt av emittenter av kommunobligationer för första gången 1968. Kring 1980 hade den nuvarande intäktsmodellen införts. I dag kommer den överväldigande delen av intäkterna från emittenter.³ Denna förändring kan ses som en lösning på det faktum att kreditvärdighetsbetyg till sin natur utgör en kollektiv nytthet: ingen enskild investerare är beredd att betala för information som blir tillgänglig gratis för samtliga marknadsaktörer.

De senaste årtiondena har användningen av kreditbetyg ökat kraftigt. Det har blivit vanligare att använda kreditbetyg utanför USA, och nya användningsområden har tillkommit, t.ex. värdering av nya typer av instrument, såsom banklån. Användningen av kreditbetyg i regleringssyfte ökade enormt i och med kapitalreglerna Basel II, som kopplade kapitalkraven till tillgångarnas kreditrisk. I Basel II styrs tillgångarnas riskklassificering av låntagarnas kreditbetyg.⁴ Denna allmänna ökning har fått många positiva effekter. Den har underlättat mätningen av risk och sänkt kostnaderna för ränteinvesterare. Det har också bidragit till att tillgången till krediter förbättrats. Till exempel visar Sufi (2009) hur kreditvärderingarna av syndikerade banklån, som startades av Moodys and S&P 1995, har förbättrat tillgången till krediter för vissa låntagare.⁵ Man kan nog hävda att reglerna om bankkapital, genom användningen av kreditbetyg, har blivit rättvisare mot banker som innehar tillgångsportföljer med låg risk. Finanskrisen 2007–2009 uppenbarade dock flera sprickor i systemet.

³ Det finns undantag. De kreditvärderingsinstitut i dag som i första hand använder sig av avgifter är mindre och mer specialiserade företag. Deras kreditbetyg används inte i någon större omfattning i privatavtal eller regelverket och är inte lätta att ta reda på utan att betala avgifter.

⁴ Kreditbetyg enligt Basel II kan användas för att a) mäta värdepapperiserings exponeringar, b) bedöma tillgångsrisken i avsaknad av marknadsdata eller data från interna modeller.

⁵ Se även Tang (2011) för belägg för hur viktiga kreditbetyg är för prissättningen av företagskrediter.

2. KREDITVÄRDIGHETSBEDÖMNINGAR UNDER FINANSKRISEN

Kreditvärdighetsbedömningarna var en väsentlig faktor i uppbyggnaden av kreditrisk i det finansiella systemet före finanskrisen 2008–2009.

Finanskrisen anses allmänt ha inkluderat fel och brister i kreditvärderings-systemet. Många av de stora bolånerelaterade förlusterna under 2008 drabbade värdepapper som hade tilldelats höga eller mycket höga kreditvärdighetsbetyg. I allt väsentligt visade sig kreditbetygen vara felaktiga på två sätt.

För det första baserade sig kreditbetygen på förväntningar om bostadsprisernas utveckling som inte var tillräckligt konservativa. Kring 2007 menade många att de amerikanska bostadspriserna var ohållbart höga (se t.ex. Shiller 2007). Detta förblev dock minoritetens uppfattning. Det har uppgetts att de modeller som användes för att betygsätta bolånesäkrade värdepapper (mortgage-backed securities, MBS) inte inbegrep scenarier med landsomfattande nedgångar i bostadspriserna (till synes beroende på att de regionala prisfallen i bostadspriserna sedan depressionen aldrig hade sammanfallit i tiden och därmed orsakat nationella nedgångar). Enligt dessa modeller inträffade det mycket sällan att ett stort antal hushåll samtidigt slutade betala på sina bolån (när priserna stiger kan en bostad säljas med vinst, och de flesta husägare i svårigheter skulle föredra att sälja bostaden och betala av sitt lån i stället för att sluta betala).

Eftersom kreditbetygen var orealistiska höga för många strukturerade produkter, blev andelen fallissemang högre än normalt för värdepapper med betyget "investment grade" (dvs. med hög till högsta kreditvärdighet). Under hösten 2008 spred sig en omfattande osäkerhet i det amerikanska finansiella systemet över värdet på bolånerelaterade säkerheter, skuldsättningsgraden i det finansiella systemet samt finansinstitutens soliditet och likviditet. Förlusterna på strukturerade produkter, som i vissa fall var mycket känsliga för förhållandena på kreditmarknaden och för små rörelser i de underliggande tillgångsvärdena, blev stora. I detta skede föll många marknadsvärden mer än vad de slutliga förlusterna på subprime-lån (och liknande produkter) skulle visa var motiverat. Strukturerade produkter baserade på värdepapper drabbades särskilt hårt. Figur 4 ger ett

exempel, som beskrivs av Gordy och Willeman (2010), på en strukturerad produkttyp där utgången blev katastrofal trots att dem tilldelade kreditbetyget AAA vid emissionstillfället.

Kreditvärderingsinstituterna tycks onekligen ha haft stor del i de enorma kreditförlusterna på strukturerade produkter under finanskrisen. Ekonomen Joseph Stiglitz framförde tidigt denna uppfattning: *"Jag betraktar kreditvärderingsinstituterna som en av de största bovarna i dramat ... Det var de som ägnade sig åt den alkemi som omvandlade värdepapper med F-betyg till värdepapper med A-betyg. Bankerna skulle inte ha kunnat göra vad de gjorde utan kreditvärderingsinstitutens medverkan."*⁶ Detta synsätt har gett upphov till olika sorts kritik över hur kreditbetygen tas fram, hur kreditvärderarna intäktsmodeller ser ut och hur kreditbetygen används. Några av dessa problem togs upp före krisen, medan andra var nya eller fick förnyad uppmärksamhet. Nästa avsnitt behandlar några av de vanligaste typerna av kritik mot kreditvärderingsinstituterna.

⁶ Bloomberg News, 24 september 2008.

En fallstudie i misslyckad kreditvärdighetsbedömning: CPDO-instrument (Constant Proportion Debt Obligations)

- ABN Amro skapade ett värdepapper som var säkerställt av en pool av tillgångar och som baserade sig på dynamisk handelsstrategi:
 - Investeringar i företagsobligationer (långa) och fallissemangsförsäkring på obligationerna (genom utställande av CDS-instrument, credit default swaps)
 - ABN AMRO: "en dynamiskt högbelånad strategi för handel med krediter som syftar till att generera höga kupongbetalningar (normalt 100–200 räntepunkter över LIBOR) genom att sälja fallissemangsskydd på en portfölj av gäldenärer i "investment-grade" med liten sannolikhet för fallissemang"
 - Om tillgångsvärdena faller, säljs mer fallissemangsskydd för att generera medel för utlovade kupongbetalningar. Härigenom ökar risken och skuldsättningsgraden.
- Den första CPDO-emissionen ägde rum i november 2006
 - S&P gav detta kreditinstrument betyget AAA, varvid användes en mycket enkel modell som i hög grad förlitade sig på antaganden om normalfördelning för den underliggande avkastningen. Händelser som skulle leda till fallissemang föreföll därför högst osannolika. Modellen utgick från antagandet att creditspreadarna skulle förbli mycket låga.
 - CPDO-instrumentets spreadar var höga vid emissionen, vilket visade att investerarna såg större problem med den dynamiska hävstångsstrategin.
- CPDO-instrument fallerade
 - Det första CPDO-fallissemanget inträffade i november 2007 (en CPDO som emitterats i mars 2007)
 - Det fallerade värdepapperet hade vid tidpunkten för fallissemang betyget AAA.
 - Detta var det första fallissemang för ett värdepapper med kreditbetyg AAA någonsin.
 - Sedan 1920 har ingen företagsobligation fallerat inom två år från att ha fått kreditbetyget AAA.

FIGUR 4 EXEMPEL PÅ STRUKTURERAD PRODUKT FRÅN GORDY WILLEMANN (2010)

3. PROBLEM MED KREDITBETYG

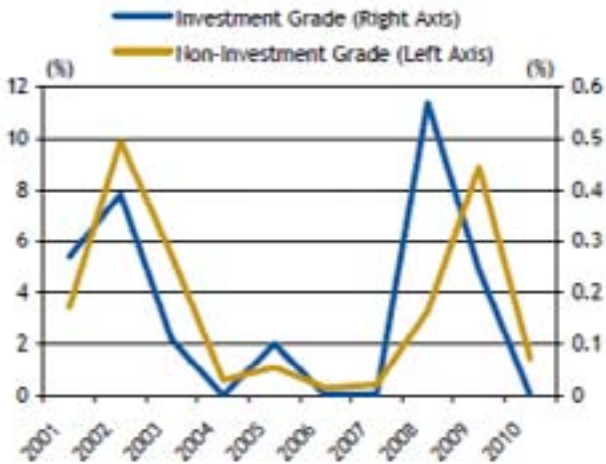
Kreditvärderingsinstituten har kritiserats för intressekonflikter, brist på sakkunskap, dåliga makroekonomiska prognoser och för att vara långsamma med att uppdatera kreditbetygen.

Senfärdighet. Kreditvärderingsinstituten har anklagats för att släpa efter finansmarknaderna och nyhetshändelserna när de reviderar kreditbetyg. Till exempel sänkte de stora kreditvärderingsinstituten Enrons kreditvärdighet till "non-

investment grade” (dvs. utan tillfredsställande kreditvärdighet) bara några dagar innan företaget ansökte om konkurs (Healy och Palepu 2003). Sänkningarna av Worldcoms och Global Cossings kreditvärdighet vid ungefär samma tidpunkt skedde också förhållandevis sent. Mer allmänt tenderar sänkningar av företagsobligationers kreditvärdighet att följa nedgångar i emittentens vinstresultat (t.ex. Ederington och Goh 1998). Till kreditvärderingsinstitutens försvar bör sägas att de avsiktligt försöker undvika att ändra kreditbetyg fram och tillbaka. De tenderar därför att vara senfärdiga när kreditrisken förändras snabbt. När det gäller såväl reglering som privata avtal kan det vara positivt att kreditbetygen rör sig långsamt. Kreditbetygen är mindre känsliga för tillfälliga svängningar, men detta på bekostnad av att inte vara aktuella. När det råder oro för spridningseffekter och panik kan detta ha en viss stabiliserande verkan och förhindra kraftiga svängningar. Det passar även kreditbetygens funktionssätt: kreditvärderarna tenderar att se över kreditbetygen med tämligen långa intervall (t.ex. kvartals- eller halvårsvis), såvida inte något viktigt inträffar. De är inte nödvändigtvis bra på att reagera snabbt på nyheter.

Undermåliga prognoser om makroekonomin. Under senare tid har kreditvärderarna kritiserats för att de hade en orealistiskt positiv syn på makroekonomin under krisens upptakt. Detta beläggs av den stigande andel fallissemeng och det större antalet kreditbetygssänkningar som observerats. Mönstret är tydligt i fråga om strukturerade produkter, som diskuterats ovan. Med undantag av strukturerade produkter har andelen fallissemeng dock inte varit högre än under andra lågkonjunkturer. I fråga om företagsobligationer, till exempel, ligger fallissemengerna i kategorin ”investment grade” (dvs. värdepapper med hög till högsta kreditvärdighet) på en fortsatt låg nivå. Figur 5 åskådliggör andelen fallissemeng för företagspapper under de två senaste konjunkturcyklerna; emittenter i kategorierna ”investment grade” respektive ”non-investment grade” visas var för sig. Topparna 2002 och 2008/2009 är jämförbara.

Fitch Global Corporate Finance Issuer Default Rates



FIGUR 2 ANDEL FÖRETAGSFALLISSEMANG 2001–2010 (KÄLLA: FITCH 2011)

och att de tenderade att förlora sina mest begåvade anställda till Wall Street-företag, vilket försatte dem i underläge gentemot emittenterna av RMBS- (residential mortgage-backed securities), CMO- (collateralised mortgage obligation) och CDO-instrument (collateralised debt obligation). Kreditvärderarna var dock mycket lönsamma, och det tycks som om de kunde ha betalat högre löner om de hade ansett sig vara tvungna. Deras kompetensnivå i fråga om att bedöma ekonomin och bostadsmarknaderna var – avsiktliga eller inte – en återspeglning av företagets strategiska val. Om de inte kände till riskerna med bolån, var det på ett sätt för att de inte ville veta. Till kreditvärderingsföretagens försvar bör sägas att de aldrig har fokuserat på makroekonomiska prognoser. Deras särskilda sakkunskap har alltid legat i att ingående analysera kreditrisk på företagsnivå. Med andra ord, kreditvärderingssystemet syftar till och är bra på att rangordna företag efter kreditrisk. Kreditvärderingsinstitutens organisatoriska kapacitet motsvarar denna uppgift. Kreditvärderare är mindre skickliga på att förutsäga konjunkturcykeln. Detta återspeglas i tendensen att betygsätta "through the cycle", dvs. utifrån den genomsnittliga risken över en konjunktur-

Kritiken om undermåliga makroekonomiska prognoser är mer befogad när det gäller strukturerade produkter än företagsobligationer, där de modeller som kreditvärderingsinstituterna använde för att bedöma kreditrisken utgick från antagandet att de amerikanska bostadspriserna aldrig skulle falla på nationell nivå. En förklaring till denna uppenbara brist skulle kunna vara att kreditvärderarna inte kunde betala tillräckligt för att anställa lämplig personal

cykel.⁷ Mot bakgrund av den bevisade förmågan att kategorisera företag, är det rimligt att använda kreditbetyg mer för rangordning av emittenter än för att ställa prognoser om konjunkturcykeln eller andra aggregerade trender. Andra mått lämpar sig bättre än kreditbetyg för att mäta cyklisk variation i risk.⁸

När det gäller räntebärande företagspapper är detta sannolikt en bra kompromiss: vi kan använda kreditbetyg för att rangordna emittenter och andra mått för den aggregerade kreditrisken. När det gäller strukturerade produkter är detta förhållningssätt mindre tillfredsställande. Strukturerade produkter bygger på diversifiering för att minska sannolikheten för fallissemang. Detta betyder att risken är mer systematisk: fallissemang påverkas mycket mer av de makroekonomiska förhållandena.⁹ Det verkliga värdet på de strukturerade produkternas olika trancher är därför känsligt för de makroekonomiska förhållandena. Detta betyder dessvärre att strukturerade produkter passar dåligt ihop med kreditvärderarnas kärnkompetens: systematiska risker är det område där kreditvärderare kan bidra minst. En slutsats tycks därför vara att kreditbetyg erbjuder ett bra system för att hantera företagskreditrisker, men lämpar sig mindre bra för att bedöma riskerna i makroekonomiska cykler och strukturerad finansiering.

Intressekonflikter. Som diskuterats ovan betalas kreditvärderarna huvudsakligen av emittenterna, till stor del av tekniska skäl. Detta fungerar bra med det gällande regelverket, där offentliga kreditbetyg är en nödvändighet. En effekt av detta är att den betalande kunden kanske inte vill att kreditvärderarna avger det mest rättvisande kreditbetyget. Möjligheten att tjäna pengar på kort sikt på att utfärda otillförlitliga eller felaktiga kreditbetyg var sannolikt en verkande kraft bakom boomen för strukturerade krediter, som framgår av följande citat:

⁷ "Rating through the cycle" syftar på tendensen att inte uppdatera företagens kreditbetyg under konjunkturcykeln. Kreditvärderarna låter således betygskategorierna ändra innebörd under cykeln, vilket figur 5 åskådliggör: alla betygskategorier har högre andel fallissemang i dåliga tider än i goda.

⁸ Till exempel kan procykliska kapitalkrav sannolikt genomföras bättre genom användning av obligations-spreadar, BNP-tillväxt eller redovisningsbaserad mått i stället för kreditbetygsuppgifter.

⁹ Se Coval, Jurek och Stafford (2009): "värdepapperiseringsprocessen ... ersätter risker som till stor del är diversifierbara med risker som i hög grad är systematiska. Som en följd har värdepapper som skapas genom strukturerad finansieringsverksamhet avsevärt sämre utsikter att överleva en allvarlig ekonomisk nedgång än traditionella företagsvärdepapper med samma kreditbetyg." (s. 4).

”kreditvärderingsinstitutet fortsätter att skapa [ett] ännu större monster – marknaden för CDO-instrument [collateralized debt obligation]. Låt oss hoppas att vi alla är välbeställda och pensionerade när korthuset faller ihop”

S&P internt mejl, 2006, rapporterat på PBS, december 2008

Mot denna bakgrund kan man fråga sig vilka drivkrafter som skapar uppriktiga kreditvärderare? Tillsammans med Todd Milbourn (2011) har jag hävdad att konkurrensen om obligationsanvändarnas lojalitet driver kreditvärderarna att avge bra kreditbetyg, även om enskilda emittenter skulle vara beredda att betala mer (eller ge fler uppdrag) i utbyte mot att behandlas mer förmånligt. En konsekvens av denna uppfattning är att hård konkurrens kan medföra sämre kreditbetyg. Jag diskuterar detta igen i avsnittet nedan om reformalternativ.

Bristfällig förståelse av värdepapperiseringsverksamheten. Keys, Rajan, Seru och Vig (2010) hävdar att kreditvärderarna, för bolånesäkrade värdepapper (mortgage backed securities, MBS), använde modeller som baserade sig på en svunnen tid då bankerna behöll de bolån som de beviljade. När värdepapperiseringsboomen gjorde det möjligt för bankerna att sälja vidare bolån som de hade gett, blev de mindre måna om kreditkvaliteten, särskilt i fråga om ”mjuk” information, t.ex. intryck vid personliga kontakter med låntagare, som inte kunde förmedlas till finansmarknaderna. Följaktligen försämrades låntagarnas kreditkvalitet. För att besluta om kreditbetyg för de strukturerade produkterna förlitade sig kreditvärderarna mekaniskt på att de underliggande bolånekrediterna skulle ha en lägsta så kallad FICO-poäng (ett mått på hushållens kreditkvalitet) på 620. Detta fick bankerna (och andra bolånegivare) att söka efter låntagare som uppfyllde kravet på 620 poäng, men de ägnade mindre (ingen) uppmärksamhet åt andra kreditkvalitetsaspekter. Poolen av bolån uppfyllde kreditvärderarnas formella kriterier, men visade sig i efterhand vara av mycket dålig kvalitet. Genom att kreditvärderarna på ett mekaniskt sätt använde sig av en enkel tumregel, uppmuntrade de i slutändan en slapp kreditprövning från bolånegivarnas sida. Detta sammanhänger med ett mer allmänt mönster av regleringar som släpar efter den finansiella innovationen. Den finansiella innovationen utvecklas snabbt, och tillsynsmyndigheterna upptäcker ibland begripligt nog att de inte är helt upp-

daterade (Merton 1995). Många innovationer får oförutsägbara effekter, och tillsynsmyndigheterna kan rimligtvis inte förväntas förutsäga dem alla. Ju snabbare den finansiella innovationen går framåt, desto svårare får tillsynsmyndigheterna att förutsäga följderna.

4. KREDITVÄRDERING AV STATER

Kreditvärderingen av stater spelade ingen roll under upptakten till finanskrisen, och kreditbetygen är i allmänhet mindre viktiga här, eftersom de tillför lite ny information till finansmarknaderna. I fråga om stora statliga emittenter är kreditbetygen huvudsakligen av betydelse genom den effekt de har på de reglerade instituten. (Vissa mycket små emittenter med illikvida obligationer kan vara mer beroende av kreditbetyg; deras situation liknar mer de privata emittenternas).

Diskussionen ovan fokuserar på kreditbetyg för företagspapper och strukturerade ränteprodukter under finanskrisen och utelämnar helt kreditbetygen för stater. Även om statspapper inte spelade någon roll under finanskrisen, används kreditbetyg även här. Detta avsnitt diskuterar kort kvaliteten på kreditbetygen för stater.

Statspapper är annorlunda. För det första handlas länders skuldpaper på likvida andrahandsmarknader som förstås väl av många investerare och som är tillförlitligt prissatta. Marknadspriserna (dvs. statspapperens avkastning) är exakta och lätta att följa avseende många emittenter. När det gäller stora länder betyder de stora mängderna utestående skuldpaper att många investerare (som har tillgång till samma information som kreditvärderarna) anser det vara mödan värt att göra egna efterforskningar. I denna kontext är den grundläggande drivfjädern bakom kreditvärdighetsbedömningar av tredje part svag. Kreditbetyg för statspapper överför mycket lite information till marknaderna. I likhet med kreditbetyg för företag (se avsnitt 3) tenderar kreditbetyg för stater att släpa efter priser och allmänt

tillgängliga indikatorer (se t.ex. Mora 2006). Det är därför föga troligt att kreditbetyg överför särskilt mycket information eller påverkar priserna nämnvärt.¹⁰

Detta kan jämföras med företagsobligationer, där handeln ofta är liten och kursuppgifterna begränsade och där få investerare kan (eller skulle kunna) göra den analys som kreditvärderarna gör. En annan skillnad mellan företag och stater är att affärsmodellerna skiljer sig åt. Något överdrivet kan man säga att det inte finns någon affärsmodell när det gäller kreditbetyg för stater. Kreditvärderarna tar emot arvoden för sitt arbete, men betygsätter statliga emittenter utan kostnad. Deras intäkter från kreditvärderingarna av stater är små.¹¹

Kreditvärderingen av stater har kritiserats för att ha förvärrat statsskuldkriserna i Europa under 2009–2011. Ett möjligt problem skulle vara att kreditbetygssänkningar orsakar överdriven avveckling av obligationspositioner bland investerare som använder sig av kreditbetyg i sin riskhantering, vilket trycker ned kurserna eller till och med orsakar negativa prisspiraler.¹² Det är föga troligt att detta är avgörande, mot bakgrund av den begränsade nya information som kreditbetyg innehåller. I stället kan kreditbetygsbaserade regler vara ett problem. Om något, förefaller kreditbetygsbaserade kapitalkrav ha lett till senkomna korrigeringar av orealistiska bokförda värden på bankernas obligationsinnehav. Stora europeiska banker med innehav av grekiska statsobligationer borde kanske ha tvingats att avsätta större reserver för sina grekiska statsobligationer redan innan S&P äntligen sänkte kreditvärdigheten för grekiska skuldpaper 2010, eftersom det då redan var väl känt att Grekland hade väldiga statsfinansiella problem.¹³

¹⁰ Ett färskt exempel på en begränsad reaktion på en kreditbetygsförändring var marknadsreaktion på S&P:s hot om att sänka kreditvärdigheten för den amerikanska federala regeringen i april 2011.

¹¹ I sin årsredovisning 2010 uppger Moodys att 271,6 miljoner US-dollar, eller ungefär 19 procent av intäkterna, hänförs till ”Offentlig finansiering samt projekt- och infrastrukturfinansiering”, men här inbegrips intäkter från såväl kreditbetygsanvändare som emittenter, däribland arvoden från icke-statliga emittenter. Arvoden för kreditvärdering av stater är en liten del av de samlade intäkterna och vinsterna.

¹² Negativa spiraler för bolånesäkrade värdepapper (mortgage-backed securities, MBS) diskuteras av Brunnermeier (2009). Kreditbetygssänkningar är inte centrala för hans exempel, där marginalsäkerhetskrav och mellanhändernas balansräkningar spelar en mer framträdande roll.

¹³ Grekiska regeringstjänstemän har gjort gällande att S&P:s sänkning av Grekland till ”non-investment grade” (dvs. utan tillfredsställande kreditvärdighet) i april 2010 ”inte återspeglar den grekiska ekonomins verkliga grundförhållanden eller framstegen på den finanspolitiska fronten”, men senare händelser har sannernligen visat att de hade fel: sedan uttalandet gjordes har den grekiska statsskulden stigit avsevärt. Påståendet att S&P orsakade Greklands problem är följaktligen oriktigt.

När det gäller tillväxtmarknader och små länder kan situationen vara annorlunda. Här kan kreditvärdighetsbetygens funktion mer likna situationen för företag.

5. REFORMALTERNATIV

De svagheter i kreditvärdighetsbedömningarna, särskilt när det gäller strukturerade produkter, som uppenbarade sig under finanskrisen har föranlett ett stort antal reformförslag, varav några diskuteras nedan. De flesta förslag, särskilt de som innefattar grundläggande förändringar av kreditvärderingsbranschen, förefaller erbjuda små vinster i utbyte mot betydande risker. De mest lovande idéerna är a) att öka informationsutbytet och öppenheten samt b) att minska användningen av kreditvärdighetsbetyg i regelverket.

Juridiskt ansvar. Det har föreslagits att kreditvärderarna skulle kunna fås att ta kvaliteten på sina kreditbetyg på större allvar om de löpte risk att dras in i rättprocesser för kreditbetyg som visar sig vara felaktiga. Utförandet av många finansiella rådgivningstjänster i USA och på andra håll (t.ex. mäklar- och försäkringstjänster till privatkunder) är förenat med juridiskt ansvar. Ett problem med juridiskt ansvar för kreditvärderare är den asymmetri som troligen skulle uppstå vid olika typer av fel eller misstag från kreditvärderarens sida. Den enda typen av misstag som troligen skulle leda till en rättsprocess är misslyckande med att inte förutsäga ett fallissemang, eftersom ingen investerare kommer klaga över en obligation som har tilldelats kreditbetyget "speculative grade" (dvs. med måttlig till hög risk), men inte fallerar. Härigenom straffas kreditbetyg som visar sig ha varit för höga, men inte kreditbetyg som visar sig ha varit för låga. Det är därför troligt att juridiskt ansvar medför ett tryck nedåt på kreditbetygen. Kreditbetygen skulle därigenom bli mindre exakta. Dessutom är skadeståndspraxis mycket olika i olika jurisdiktioner, och rättssystemen skiljer sig åt sett till hur de genomför liknande regler, vilket följaktligen kan leda till oönskade skillnader mellan länder (dvs. obligationer i stränga rättordningar betygsätts mer försiktigt). Hittills har vissa begränsade insatser gjorts på detta område i USA, och kreditvärderarna har (såklart) varit mycket negativa. Ett visst ansvar har införts för uppgifter som kreditvärderare lämnar i anslutning till prospekt om emissioner i marknaden av "tillgångssäkrade värdepapper" (asset-backed securities, ABS).

Detta åstadkoms genom upphävande av regel 436 g i 1933 års värdepapperslag (Securities Act), varigenom kreditvärderarna (tekniskt sett NRSRO-instituten, nationellt erkända statistiska värderingsinstitut) åläggs ansvar i egenskap av sakkunniga. Detta betyder att de kan stämmas för väsentliga försummelser eller oriktiga uppgifter. Det nya ansvaret för kreditvärderingsinstitut trädde i kraft den 22 juli 2010, efter antagandet av Dodd-Frank-lagstiftningen. Kreditvärderarna vägrade omedelbart att medverka i nya emissionsdokument, och marknaden för nyemissioner stängde, eftersom prospekten (enligt tillsynsmyndigheterna) måste innehålla ett kreditbetyg. Den amerikanska finansinspektionen (SEC) reagerade omedelbart i form av en skrivelse till Ford Motor Credit Company, vilka planerade en emission av ett ABS-instrument, där man och lovade att SEC inte skulle genomdriva regeln. I en skrivelse daterad den 23 november 2010 förlängde SEC på obestämd tid löftet om att inga åtgärder skulle vidtas och anförde bland andra faktorer SEC:s för närvarande höga arbetsbelastning (på grund av Dodd-Frank-regleringen)¹⁴.

Konkurrens. Brist på konkurrens har länge varit en orsak till kritik när det gäller kreditvärdighetsbedömare, åtminstone sedan Enrons konkurs. Många förslag har framförts för att öka konkurrensen.¹⁵ Det kan här vara till nytta att jämföra kreditvärderare med aktieanalytiker, som fyller en liknande funktion i det finansiella systemet (tredjepartsanalys) och som inte heller ersätts av användarna av sina analyser. Inom aktieanalys råder hård konkurrens, och det finns belegg för att tuffare konkurrens går hand i hand med mer precisa prognoser (se särskilt Hong och Kacperczyk 2010). Konkurrens är troligen mer välgörande inom aktieanalys än inom kreditvärdering, och det är av två skäl inte troligt att ökad konkurrens är till nytta i kreditvärderingsbranschen. För det första är återkopplingen om aktie-

¹⁴ Se Securities and Exchange Commission (2010).

¹⁵ Exempler inbegriper the Economist ("Kreditvärdighetsbedömningarna skulle behöva mer konkurrens", Measuring the raters, den 31 maj 2007), amerikanska politiker ("... utskottet arbetade för att 2006 års lag om reform av kreditvärderingsinstitut (Credit Rating Agency Reform Act) skulle antas. Denna lag syftade till att förbättra kreditbetygens kvalitet och främja ansvarighet, öppenhet och konkurrens i branschen", senator Richard Shelby, högste oppositionsledamot i den amerikanska senatens utskott för bank-, bostads- och stadsfrågor (Committee on Banking, Housing and Urban Affairs), utfrågning, den 22 april 2008), europeiska politiker ("Bristen på konkurrens i kreditvärderingsbranschen är ett särskilt problem", Michel Barnier, EU-kommissionär, 2010) och många av svaren på Europeiska kommissionens samråd om kreditvärderingsinstitut 2011.

analytikernas kvalitet snabb, eftersom deras analyser avser vinstresultat och aktiekurser i en nära framtid (normalt inte mer än ett år eller så framåt). Om de begår misstag eller är subjektiva i sin analys, blir det följaktligen snabbt känt. Situationen är helt annorlunda inom kreditvärdighetsbedömning, där mängden information om prestationen är mycket begränsad: många ränteinstrument har lång löptid, så huruvida något fallerar eller inte under tillgångens hela löptid är okänt under lång tid. För det andra, medan aktieanalytiker får återkoppling varje år (steg vinsten som förutsagt?), är det ovanligt att räntetillgångar fallerar, så oftast finns det i allt väsentligt ingen återkoppling om kreditbetygens kvalitet (om en obligation tilldelas kreditbetyget "investment grade" utan att något fallissemang sedan inträffar, är det högst normalt och inget tecken på stor skicklighet i att bedöma kreditkvalitet).

I denna svåra informationsmiljö kan pressen att prestera tvinga kreditvärderarna att bli mindre exakta. Problemet beror på det faktum att kreditvärderingsföretagen står i beroende till två grupper av aktörer: användarna av finansiell information och emittenterna. Det är de senare som betalar för kreditvärderarnas tjänster. På lång sikt överlever ett kreditvärderingsinstitut endast om det upprätthåller sitt förtroende bland investerarna (se t.ex. Kroszner m.fl. 2011). På kort sikt kan konkurrenstrycket dock framtvinga överdrivna försök att tillfredsställa emittenterna, som svarar för merparten av kreditvärderarnas intäkter. Det är inte troligt att konkurrens är gynnsamt under omständigheter med begränsad återkoppling om prestationen.¹⁶

Dessa problem förvärras på området för strukturerade produkter eftersom emittenterna, förutom att ha kontroll över kreditvärderarnas intäktsflöden, även kontrollerar mycket av den information som är nödvändig för att ta fram kreditvärdighetsbetyg. När det gäller företagsobligationer och offentliga obligationer bidrar stora mängder bokföringsuppgifter, nyhetsmaterial och annan offentlig information till att det blir möjligt att ta fram exakta kreditbetyg utan tillgång till emittenternas egen information. När det gäller strukturerade produkter är det

¹⁶ Problemen med konkurrens på ryktesbaserade marknader urskildes först av Klein och Leffler (1981). Bolton m.fl. (2011) konstruerar en modell för detta beträffande kreditvärderingsinstitut som är tredje part. Beläggen i Becker och Milbourn (2011) stöder dessa farhågor.

sällan möjligt att ta fram ett kreditbetyg utan detaljerade uppgifter som endast emittenten kan tillhandahålla.

Det hela kokar ned till att konkurrens troligen inte är till särskilt stor nytta i kreditvärderingsbranschen, utan i slutändan kan tvinga kreditvärderarna att ta större hänsyn till emittenternas behov, vilket sänker kvaliteten.

Det kan vara värt att framhålla att det kan finnas uppvägande fördelar med konkurrens, såsom försök med olika affärsmodeller och kreditvärderingsmetoder. Detta kan vara viktigt när det gäller i synnerhet strukturerade produkter. Det finns flera färskare exempel på sådana försök, däribland det nya kreditvärderingsföretag som har startats av Kroll (ett utrednings- och konsultföretag) och som fokuserar på bedrägeri och felrapportering, Morningstars kreditvärdighetsbetyg, där allmänt tillgängliga uppgifter och standardmetoder används för att betygsätta börsnoterade kreditvärderare av företag, samt de planer som finns hos Coface, ett franskt företag inom kreditförsäkring och handelsfinansiering, på att gratis publicera kreditbetyg för emittenter som bolaget själv har ekonomisk exponering mot, varvid deras incitament hamnar i linje med kreditbetyganvändarnas intressen.

Modellen där "kreditinstrumentet" betalar.¹⁷ En ny affärsmodell för kreditvärdering av strukturerade instrument har föreslagits av den amerikanske senatoren Franken (Minnesota, demokrat). Förslaget innebär att ett råd av investerare, under tillsyn av SEC, beslutar vilket kreditvärderingsinstitut som ska betygsätta värdepapper. En avgift utgår för alla relevanta värdepapper (härav begreppet "kreditinstrumentet betalar"). Enligt den finansiella Dodd-Frank-regleringen uppdrogs SEC att göra en undersökning av denna alternativa affärsmodells genomförbarhet. Fristen för att lämna synpunkter på undersökningen löper för närvarande (maj 2011). Ett problem med denna modell är mottagligheten för politiska påtryckningar. Kommer kreditvärderarna att vara beredda att sänka kreditvärdigheten för GM:s finansieringsenhet (som ett godtyckligt exempel) och kanske anklagas för att framtvinga uppsägningar, när politikerna indirekt kon-

¹⁷ Europeiska kommissionen har hänvisat till denna affärsmodell som "modellen där staten agerar arbetsförmedlare" ("Government as Hiring Agent model").

trollerar deras intäktsflöde? Modellens genomförbarhet hänger på att det systemet isoleras mot politiska påtryckningar. Ett annat problem med modellen rör möjligheten att tydligt avgränsa den till strukturerade finansieringsprodukter. Problemet kommer sig av att kreditvärdering av företag enligt förslag fortsatt ska utföras enligt den nuvarande affärsmodellen behållas (vilket är klokt, eftersom det finns färre belägg för allvarliga problem på detta område). Går det då att förhindra att emittenter av strukturerade finansieringsinstrument stöper om sina tillgångspooler till bolag, som sedan kan emittera "företagsobligationer" och välja sina egna kreditvärderare? Ännu återstår att utveckla en detaljerad, rimlig version av denna affärsmodell.

Standardisering av språk och symboler. Kreditbetyg utfärdas av många enheter (däribland de tre stora kreditvärderarna) och för många olika slags värdepapper. Det har föreslagits att betygssymbolernas (såsom Aa eller BB-) innebörd a) fastställs på något sätt genom lag och andra författningar för att garantera att liknande symboler har liknande innebörd och b) differentieras för olika typer av värdepapper (t.ex. strukturerade, företags-). SEC har genomfört en undersökning av dessa idéer och efterfrågat synpunkter. Ett problem som tas upp i flera svar är att emittenterna skulle uppmuntras att manipulera kreditvärderingssystemet om kategorierna fastställdes exakt. Det skulle även minska kreditvärderarnas möjligheter att konkurrera med sina betygsskalors kvalitet.¹⁸ En differentiering av betygsskalorna (t.ex. AAA-D för företagsinstrument, 1–5 för strukturerade instrument) är mindre kontroversiell. Kreditvärderarna använder redan olika skalor för kort- respektive långfristiga kreditbetyg.

Direkt statlig inblandning. Olika former av mer direkt politisk inblandning i kreditvärderingsverksamheten har föreslagits. Till exempel har föreslagits att SEC ska granska kreditvärderingsföretagen för att verifiera att deras processer och resurser är tillfredsställande. En ytterlighetsform av statlig inblandning skulle vara att etablera kreditvärderingsinstitut i statlig regi. Även om idén kanske är långsökt

¹⁸ Se Doherty m.fl. (2009) för en modell där en ny kreditvärderare konkurrerar med en annorlunda uppsättning kreditbetyg än de etablerade kreditvärderarna samt vissa belägg för detta från försäkringsvärdering. I flera svar på SEC:s översyn hävdas även att en standardisering skulle minska konkurrensen.

tycks den ha visst politiskt liv i Europa, vilket exemplifieras av den tyska förbundskanslern Angela Merkels åsikter om ett europeiskt värderingsinstitut:

"Vi kommer att verka för att ett kreditvärderingsinstitut inrättas i Europa så att de europeiska finansmarknaderna blir stabilare och mer reaktiva".

Angela Merkel, maj 2010

"... med en annan förståelse av grundläggande ekonomiska mekanismer än de befintliga värderingsinstituten, mer inriktad på ... [hållbarhet i] ekonomin och mindre kortsiktig".

Angela Merkel, april 2010

I sin offentliga konsultation om kreditvärderingsinstitut efterfrågade Europeiska kommissionen återkoppling på idén om ett statligt kreditvärderingsinstitut. Återkopplingen blev till stor del negativ. Den nederländska regeringen har uttryckt oro för politiska påtryckningar:

"Vi är inte för förslaget om att inrätta ett europeiskt offentligt kreditvärderingsinstitut. Kreditvärdighetsbetygen lever på sin trovärdighet och marknadsaktörernas förtroende. Oavsett de föreslagna åtgärderna för att garantera ett sådant offentligt kreditvärderingsinstituts oberoende, blir det omöjligt att undvika bilden av politisk inblandning."

Nederländernas finansministerium, 2010

Att döma av svaren på konsultationen tycks detta också vara majoritetens uppfattning. Det finns inget tidigare exempel på detta slags offentligt ingripande, men andra exempel visar på att offentliga ingripanden i det finansiella systemets funktion vanligtvis är skadliga.¹⁹

Minska användningen av kreditbetyg i regelverket. Som framhållits ovan fungerar det nuvarande systemet tämligen bra (åtminstone i fråga om företag), eftersom kreditvärderarna är måna om sina möjligheter att få uppdrag i fram-

¹⁹ Se, t.ex., Bertrand, Schoar och Thesmar (2007).

tiden. Den centrala mekanism som driver kreditvärderarna att vara exakta och uppriktiga är att de är måna om sitt rykte bland ränteinvesterarna. Detta spelar roll, eftersom det i grunden är investerarna som driver emittenternas efterfrågan på kreditvärderare (dvs. om inga investerare brydde sig om S&P, skulle inga emittenter vara beredda att betala för S&P:s kreditvärderingar). Så länge det är troligt att en låg kvalitet på kreditbetygen minskar den framtida efterfrågan på en kreditvärderares tjänster, kommer värderingsinstituten att vidta åtgärder för att upprätthålla kvaliteten.

En faktor som tenderar att minska kreditbetygens exakthet är mekanisk användning av kreditbetyg, eftersom en sådan användning av kreditbetyg inte är kvalitetskänslig. Genom att den finansiella regleringen i så hög grad baseras på kreditbetyg, tvingas många aktörer på finansmarknaden att använda sig av kreditbetyg vare sig de anser att dessa är informativa eller inte. Härigenom bryts sambandet mellan kreditbetygens kvalitet och investerarnas efterfrågan på kreditbetyg. Genom att göra användningen av kreditbetyg mindre mekanisk, skulle kreditbetygens kvalitet kunna skyddas. Det huvudsakliga regleringsalternativet här är att minska mängden regler där kreditbetyg används. Detta skulle delvis kunna lätta det tryck som utövas på kreditvärderingssystemet till följd av en överdriven mekanisk användning av kreditbetyg för att fastställa kapitalkrav, portföljsammansättningar osv. Kreditbetyg skulle sedan användas av investerarna så länge kvaliteten upprätthölls.

Om kreditbetygens roll i regleringen ska minska, måste reglerna baseras på andra kreditriskmått. Några av alternativen inbegriper marknadspriser, såsom obligationskurser och creditspreadar (CDS-instrument, credit default swaps). I själva verket rymmer Basel II tanken att marknadspriser kan användas när sådana finns att tillgå.²⁰ Dessvärre finns det praktiska begränsningar för när kreditbetyg kan ersättas med andra mått, eftersom endast en mindre del av värdepapperen och emittenterna handlas aktivt i sådan utsträckning att marknadspriser på ett systematiskt sätt kan användas i stället för kreditbetyg. I USA görs för närvarande

²⁰ Den potentiella användningen av CDS-instrument och marknadspriser i tillsynsreglerna har också diskuterats i bankvärlden under lång tid (se t.ex. Flannery 1998).

betydande reformförsök på detta område, till stor del på grund av att SEC har uppmanats att minska användningen av kreditbetyg i regelverket. Alternativen inbegriper att se på emissionshistorik, uppdelat på bransch, och kräva detaljerade kreditbedömningar. Ett SEC-förslag från februari 2011 går ut på att använda emissionshistorik som substitut för begreppet "investment grade" i olika regler.²¹ Kreditvärderarna har uttryckt sig positivt om detta i flera sammanhang.

Informationsutbyte. Ett sätt att indirekt hantera intressekonflikter i kreditvärderingsföretagen är att göra förhållandet mellan emittenter och kreditvärderare mer öppet. Till exempel skulle emittenter kunna åläggas en skyldighet att lämna finansiell information på SEC-blanketter. Detta skulle likna hur förhållandet till revisionsbyråer redovisas på 10-K-blanketter som inges till SEC.²² En annan form av informationsutbyte som undersöks är att kreditvärderarna med varandra (men inte nödvändigtvis med allmänheten) utbyter de uppgifter som ligger till grund för deras kreditvärderingar, vilket minskar emittenternas makt över kreditvärderarna.

6. AVSLUTANDE KOMMENTARER

De stora kreditvärderingsinstituten har presterat förhållandevis bra inom kreditvärdighetsbedömning av företag samtidigt som de inte har särskilt stor betydelse i fråga om stora emittenter av statspapper. Däremot har de presterat mycket svagt

²¹ Ett värdepapper skulle uppfylla kraven om emittenten "under de senaste tre åren mot kontanter, emitterat icke-konvertibla värdepapper, andra än stamaktier, till ett aggregerat kapitalbelopp på minst 1 miljard US-dollar i nyemissioner registrerade enligt lagen" (Aguilar 2011). Regeln i fråga gällde S-3-blanketten för förenklad värdepappersregistrering.

²² Följande är hämtat från Microsofts "proxy statement" (ett lagstadgat meddelande till aktieägarna inför bolagsstämman) 2010, som ingavs till SEC: "Arvoden. I följande tabell redovisas arvoden för de yrkesmässiga revisionstjänster som utförts av Deloitte & Touche vid revision av Microsofts årsredovisningar för de räkenskapsår som slutade den 30 juni 2010 respektive 2009 samt arvoden som debiterats för andra tjänster som utförts av Deloitte & Touche under dessa perioder.

(I miljoner)

<i>Räkenskapsåret slutade den 30 juni</i>	<i>2010</i>	<i>2009</i>
<i>Revisionsarvoden</i>		<i>20,1 \$19,0 \$</i>
<i>Revisionsrelaterade arvoden</i>	<i>6,2</i>	<i>6,8</i>
<i>Arvoden för skattefrågor</i>	<i>0,2</i>	<i>0,4</i>
<i>Övriga arvoden</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>
<i>Totalt</i>	<i>26,6 \$</i>	<i>26,3 \$</i>

i fråga om strukturerade produkter. Reformargumenten grundar sig uteslutande på den sistnämnda kategorin. På området för strukturerade produkter råder föga tvivel om att kreditbetygen spelade en betydande roll i de händelser som ledde fram till finanskrisen, och det finns starka argument för strukturella reformer.

Dessvärre är alternativen när det gäller att förbättra regelverket för kreditbetyg begränsade. Idealiskt bör förändringarna a) skydda de bättre fungerande delarna av kreditvärderingssystemet (dvs. kreditvärderingen av företag), b) bevara de marknadskrafter som hittills har gett kreditvärderarna incitament att avge kreditbetyg av god kvalitet och c) vara förenliga med en realistisk syn på hur kreditvärderingssystemet fungerar. Till exempel förefaller reformförslag som syftar till att förändra den övergripande affärsmodellen vara för riskabla i ljuset av punkt a. Förslag som bygger på att tillsynsmyndigheterna granskar enskilda kreditbetyg (eller den process genom vilken dessa betyg tas fram) står i konflikt med punkt c eftersom en sådan lösning rimligtvis inte kan göra någon större skillnad mot bakgrund av de tiotusentals kreditbetyg som tas fram varje år.

Några av de bestående utmaningarna i den finansiella regleringen gäller även den stora mängd regeländringar som för närvarande behandlas och föreslås i Europa och USA. För det första finns det en risk för alltför långtgående regler: *”Liksom vid varje reform av regelverket måste vi dock även ha de oavsiktliga konsekvenserna i åtanke”* (Richard Shelby, representanthuset, augusti 2009).

För det andra finns det en risk för en alltför stor regleringsbörda. Olika typer av regleringar kan ha oförutsägbara sidoeffekter och växelverka på ett komplext sätt. Samtidigt har tillsynsmyndigheterna begränsade resurser att planera, se över, genomföra och övervaka reglerna. Den amerikanska advokatbyrån Davis Polk har påpekat att *”det återstår enormt mycket arbete för att skriva de regler som krävs enligt Dodd-Frank-lagen”* (Davis Polk 2011). SEC kommer inte att klara de tidsgränser som anges i Dodd-Frank-lagstiftningen. Och om alltför många regler ändras alltför fort kan viktig samverkan och återkoppling med kreditbetygsanvändare, värderingsinstitut, politiskt sakkunniga, akademiker och väljare i regleringsprocessen försvåras, samtidigt som kvaliteten i regelgivningen kan försämrans.

Slutligen lär oss historien att varje finanskris är på ett eller annat sätt är annorlunda. Det är svårt att förutsäga nästa kris och svårt att undvika den utifrån tidigare erfarenheter. Lärdomarna från IT-bubblan föranledde vissa nyttiga regeländringar, men kan även ha påskyndat de nuvarande problemen.²³

Inte all felaktig användning av kreditbetyg kan tillskrivas regelverket. Även naiva investerare som satte överdriven tilltro till kreditbetyg spelade en roll i krisen. Lewis (2010) citerar en handlare som säger: *"Vem finns på andra sidan? Vem är idioten? Düsseldorf. Korkade tyskar. De tar kreditvärderingsinstituten på allvar. De tror på reglerna."* Det finns troligen färre naiva institutioner i dag än för fyra år sedan. De flesta investerare inser att kreditvärderingssystemet är ofullkomligt och att de kreditbetyg som det utfärdar är otillförlitliga emellanåt. Kommer denna hälsosamma skepsis mot kreditbetyg att bestå när minnena av krisen förbleknar?

²³ Se Rajan (2010) för en ingående och insiktsfull diskussion om möjliga samband mellan de olika kriserna och om de verkande mekanismerna.

REFERENSER

- Aguilar, Luis A., 2011, *Speech by SEC Commissioner: The Search For an Appropriate Substitute To Credit Ratings*, Securities and Exchange Commission.
- Becker, Bo and Todd Milbourn, 2011, "How Did Increased Competition Affect Credit Ratings?", *Journal of Financial Economics* (forthcoming).
- Benmelech, Efraim, and Jennifer Dlugosz, 2009, "The alchemy of CDO credit ratings", *Journal of Monetary Economics*, 56, 617-634.
- Berndt, Antje, Burton Hollifield, and Patrik Sandås, 2010, "The Role of Mortgage Brokers in the Subprime Crisis", *NBER Working Paper* 16175.
- Bertrand, Marianne, Antoinette Schoar, David Thesmar, 2007, "Banking Deregulation and Industry Structure: Evidence from the French Banking Reforms of 1985", *Journal of Finance*, Vol. 62, No. 2 (Apr., 2007), pp. 597-628.
- Brunnermeier, Markus, 2009, "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-08", *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 77-100.
- Coval, Joshua D., Jakub Jurek, and Erik Stafford, 2009, "The Economics of Structured Finance", *Journal of Economic Perspectives* 23(1), 3-25.
- Davis Polk, 2011, *Dodd-Frank Rulemaking Progress Report Progress as of March 31, 2011*, April.
- Doherty, Neil, Anastasia Kartasheva and Richard Phillips, 2009, "Information Effect of Entry into Credit Ratings Market: The Case of Insurers' Ratings", working paper.
- Netherlands Ministry of Finance, Financial Markets Policy Directorate, 2010, *Response to Consultation on Credit Rating Agencies*. (http://circa.europa.eu/Public/irc/markt/markt_consultations/library?!=/financial_services/credit_agencies_2011/public_authorities/authorities_enpdf_2/DE_1.0_&a=d)
- Ederington, Louis H., and Jeremy C. Goh, 1998, "Bond Rating Agencies and Stock Analysts: Who Knows What When?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33, 569-585.
- Fitch Ratings, 2010, *Credit Market Research: Fitch Ratings Global Corporate Finance 2010 Transition and Default Study*.
- Flannery, Mark J., 1998, "Using Market Information in Prudential Bank Supervision: A Review of the U.S. Empirical Evidence", *Journal of Money, Credit and Banking*, 30(3), 273-305.
- Gordy, Michael B. and Søren Willeman, 2010, "Constant Proportion Debt Obligations: A Post-Mortem Analysis of Rating Models", *Finance and Economics Discussion Series*, Federal Reserve.

- Healy, Paul M. and Krishna G. Palepu, 2003, "The Fall of Enron", *Journal of Economic Perspectives*, 17(2), Spring, pp. 3-26.
- Hong, Harrison, and Marcin Kacperczyk, 2010, "Competition and Bias", *Quarterly Journal of Economics*, 125(4), 1683-1725.
- Katzenstein, Peter, 2005, "Good, bad or Indifferent: the Emergence of Ratings", in Sinclair, Timothy J., *THE NEW MASTERS OF CAPITAL - American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*, 2005, Cornell University Press.
- Keys, Benjamin J., Tanmoy Mukherjee, Amit Seru and Vikrant Vig , 2010, "Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans", *Quarterly Journal of Economics*, 125(1), 307-362.
- Klein, B., K. B. Leffler 1981, "The role of market forces in assuring contractual performance" *The Journal of Political Economy*, 89 (4), 615–641.
- Kroszner, Randall S., Robert J. Shiller, Benjamin M. Friedman, 2011, *Reforming U.S. Financial Markets - Reflections Before and Beyond Dodd-Frank*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Lewis, Michael, 2010, *The Big Short: Inside the Doomsday Machine*, W. W. Norton & Company.
- Merton, Robert C., 1995, "Financial innovation and the management and regulation of financial institutions", *Journal of banking and Finance*, 19(3-4), June, 461-481.
- Mora, Nada, 2006, "Sovereign credit ratings: Guilty beyond reasonable doubt?", *Journal of Banking & Finance*, 30, 2041–2062.
- Rajan, Raghuram, 2010, *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton University Press.
- Securities and Exchange Commission, 2010, *Regulation AB Item 1120 Response of the Office of Chief Counsel Division of Corporation Finance Re: Ford Motor Credit Company LLC*, November, 23, <http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/2010/ford072210-1120.htm>.
- Shiller, Robert, 2007, "Understanding Recent Trends in House Prices and Home Ownership", *Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City*, 89-123.
- Sufi, Amir, 2009, "The Real Effects of Debt Certification: Evidence from the Introduction of Bank Loan Ratings", *Review Financial Studies*, 22 (4), 1659-1691.
- Tang, Tony, 2011, "Information asymmetry and firms' credit market access: evidence from Moody's credit rating format refinement", *Journal of Financial Economics* (forthcoming).
- White, Lawrence, 2002., "The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis"., in: Levich, Richard M., Giovanni Majnoni, G., and Carmen Reinhart, C. (Eds.), *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Kluwer Academic Publishers, Boston, MA, 41-64.