

ANSVARSPÅDRAGENDE RATINGS

Et speciale om kreditvurderingsbureauers erstatningsansvar

Actionable Ratings

A thesis on the liability of credit rating agencies

af PETER LANGSTED

Indholdsfortegnelse

1. INDLEDNING.....	2
1.1 PROBLEMFOMULERING	4
1.2 AFGRÆNSNING	4
I. DEL	
- Finanskrisen og kreditvurderingsbureauerne	
2. FINANSKRISEN	5
2.1 DERIVATER.....	8
2.2 MBS'ER, CDO'ER OG CDS'ER.....	8
2.3 KRISENS EFTERSPIL.....	12
3. KREDITVURDERINGSBUREAUERNE	14
3.1 INFORMATIONASASYMMETRI.....	14
3.2 RATINGS	15
3.3 RATINGMETODOLOGI	17
3.4 KREDITVURDERINGSBUREAUERNES VIRKSOMHED	18
3.5 INTERESSEKONFLIKTER.....	19
3.5.1 <i>Den glade klient</i>	19
3.5.2 <i>Markedskoncentration</i>	20
3.5.3 <i>Kreditvurderingsbureauernes rolle i sammensætningen af strukturerede finansielle produkter</i>	20
4. KREDITVURDERINGSBUREAUERNES QUASIREGULATIVE ROLLE	21
4.1 KREDITVURDERINGSBUREAUER I DANMARK.....	22
4.2 KREDITVURDERINGSBUREAUER I EUROPA.....	23
4.3 KREDITVURDERINGSBUREAUER I USA	23
4.3.1 <i>NRSRO'er</i>	23
4.3.2 <i>Erstatningsøgsmål</i>	25
II. DEL	
- Den relevante erstatningsret	
6. ANSVARSRUNDLAGET	26
6.1 ERSTATNING I ELLER UDENFOR KONTRAKT?.....	26
6.1.1 <i>Kreditvurderingsbureauer og revisorer</i>	26
6.1.2 <i>Hovedkontrahenterne: kreditvurderingsbureauet og kunden</i>	28
6.1.2 <i>Tredjemand: Investoren</i>	29
6.2 PROFESSIONSANSVAR	29
6.2.1 <i>Culpavurderingen</i>	29

6.2.2	Objektivering af ansvaret	32
6.3	"GOD SKIK"	33
6.4	SOFT LAW.....	35
6.4.1	Soft law-regulering af kreditvurderingsbureauerne	37
6.5	RAMMERNE FOR DEN NØDVENDIGE SKØNSUDØVELSE	39
7.	TABSOPGØRELSE.....	46
7.1	NEGATIV KONTRAKTSINTERESSE.....	47
8.	KAUSALITET.....	49
9.	ADÆKVANS.....	52
10.	ANSVARFRASKRIVELSER.....	53
11.	PROCESSUELLE PROBLEMER.....	55
11.1	BEVISBYRDE.....	55
11.1.1	Ansvarsgrundlaget.....	55
11.1.2	Kausalitet.....	56
12.	KONKLUSION.....	56
	LITTERATURLISTE.....	60

Ansvarspådragende ratings

1. Indledning

Da John Moody i år 1900 udgav *Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities*, der var en slags håndbog med informationer og statistikker omhandlende aktier og obligationer, og i 1909 udvidede forretningen med *Moody's Analysis of Railroad Investments*, der var en analyse af tilsvarende data vedrørende jernbanerne og deres udestående fordringer, modtog markedet udgivelserne med kyshånd. Successen kunne formentlig tilskrives, at aktiemarkedet på dette tidspunkt, hvor den industrielle revolution for alvor havde sat sine spor på verdensøkonomien, var i rivende udvikling, men at investorerne grundet den daværende informationsteknologi havde beskedne muligheder for selv at indsamle alle relevante informationer om de virksomheder, de påtænkte at investere i. Allerede dengang herskede der altså en informationsasymmetri¹ på finansmarkedet, hvor de aktie- eller obligationsudstedende virksomheder var i besiddelse af markant mere relevant information end deres potentielle investorer.

I takt med informationsteknologiens udvikling er informationsasymmetrien bemærkelsesværdigt nok ikke blevet meget mindre, men dette skyldes nærmere en informationsoverflod. En hvilken som helst investor i et hvilket som helst land har tusindevis af muligheder for at anbringe sine egne sparepenge eller sin investeringsfonds milliarder. Han har imidlertid ligeså mange årsregnskaber at læse igennem, konjunkturprognoser at overveje, mulige synergieffekter at have i mente og et utal af andre risikoafvejninger at foretage.

¹ Begrebet vil blive behandlet mere indgående under afsnit 3.1.

Kreditvurderingsbureauerne opfylder med andre de samme behov i år 2011, som de gjorde i år 1900; de bidrager til markedets informationssymmetri.

EU definerer en "kreditrating" som:

*"en udtalelse om kreditværdigheden af en enhed, en gælds- eller finansiel forpligtelse, obligation, præferenceaktie eller andet finansielt instrument eller af en udsteder af en sådan gælds- eller finansiel forpligtelse, obligation, præferenceaktie eller et sådant finansielt instrument, der udstedes ved brug af et etableret og defineret klassificeringssystem af kreditvurderingskategorier."*²

Ovenstående leder tankerne hen på kreditinstitutternes soliditetserklæringer, og der er da også væsentlige overlap mellem en kreditvurdering og en kreditrating. En afgørende forskel er imidlertid, at kreditratingen i højere grad beskæftiger sig med det hypotetiske element i kreditvurderingen end en banks soliditetserklæring, der baserer sine konklusioner på historiske data. Denne væsensforskell vil sammen med mange andre blive behandlet mere indgående i det følgende.

Nærværende speciale vil undersøge, hvorvidt det er muligt efter dansk ret at gøre kreditvurderingsbureauerne erstatningsansvarlige for eventuelle fejl og mangler ved deres ratings. Et spørgsmål, der er blevet særdeles relevant at stille i kølvandet på finanskrisen, men som endnu ikke er besvaret i dansk retspraksis. Heller ikke i andre lande, der har en noget mere omfattende tradition for både kreditvurderinger og erstatningssøgsmål, er der tale om nogen stabil retstilstand på området; det skulle da lige være, at kreditvurderingsbureauerne ser ud til at klare frisag stort set hver eneste gang.³

I lyset af den afgørende rolle, kreditvurderingsbureauerne spiller på det moderne finansielle marked, og som der bl.a. vil blive redegjort for i det følgende, samt de eksorbitant store summer, der hver dag skifter hænder på baggrund af kreditvurderingsbureauernes udtalelser, forekommer det mærkværdigt, ikke bare at de overordentligt sjældent drages til ansvar for deres fejl, men også at de tilsyneladende lever et liv "under radaren". Samlede fremstillinger om deres virksomhed er i hvert fald overordentligt sparsomme, og det er i det hele taget ikke et emne, der har påkaldt sig den store interesse i dansk ret.

Det skal jeg forsøge at reparere på i det følgende: Del I af dette speciale vil bestå af en problemformulering, en redegørelse af de begivenheder, der førte til, at "finanskrisen" er blevet et flere gange dagligt gentaget ord i både de små hjem og på tv-stationernes sendeflader, samt kreditvurderingsbureauernes rolle i det puslespil og endelig en gennemgang af kreditvurderingsbureauernes virksomhed, marked og struktur. Del II indeholder den relevante erstatningsret, og jeg vil

² Jf., art. 3, litra 1a i Forordning (EF) nr. 1060/2009 om kreditvurderingsbureauer.

³ Jf., Theresa Nagy: "Credit Rating Agencies and the First Amendment: Applying Constitutional Journalistic Protections to Subprime Mortgage Litigation", s. 148.

her give et bud på, hvorvidt og hvorledes kreditvurderingsbureauerne vil kunne blive fundet erstatningsansvarlige for deres eventuelt mangelfulde ratings efter dansk ret.

1.1 Problemformulering

Kreditvurderingsbureauer har stadig øgende betydning for den globale økonomi ikke blot ved vurderingen af erhvervsvirksomheder og stater, men i høj grad også ved vurderingen af strukturerede finansielle produkter. I takt hermed er der ved at blive rejst en række erstatningssager i bl.a. USA og Australien mod disse bureauer på baggrund af ratinger, der angiveligt har været alt for høje. **Specialet vil på denne baggrund vurdere og analysere mulighederne for at gøre kreditvurderingsbureauer erstatningsansvarlige efter dansk ret.**

1.2 Afgrænsning

Nærværende speciale er begrænset til spørgsmålet om muligheden for at gøre kreditvurderingsbureauerne erstatningsansvarlige over for investorer, der har handlet i tillid til en rating, der senere viser sig at være ukorrekt.

Som det vil blive redegjort for under afsnit 6, er kreditvurderingsbureauernes umiddelbare medkontrahent den virksomhed, der har anmodet om selv at blive ratet eller om at få ratet et af sine finansielle produkter. Ansvarsgrundlaget mellem kreditvurderingsbureauet og medkontrahenten hviler på et kontraktretligt fundament og vil ikke blive gjort til genstand for behandling i nærværende speciale.

Som en naturlig følge af ovenstående vil også kun spørgsmålet om kreditvurderingsbureauernes ansvar ved "for høj" en rating blive behandlet; allerede af den grund at såfremt en investor handler på baggrund af en lav rating, der senere viser sig have været for pessimistisk, må han antages ikke at have lidt noget tab⁴, og formentlig endda have opnået et betragteligt afkast af sin investering, idet en lavere kreditrating alt andet lige må formodes at medføre en lavere markedsværdi for den ratede enhed. Den typiske skadelidte ved "for lav" en må altså som udgangspunkt formodes at være den ratede virksomhed eller udstederen af de ratede finansielle instrumenter, og disses parters forhold til kreditvurderingsbureauet falder som indledningsvis nævnt helt uden for emneområdet for nærværende speciale.

De store kreditvurderingsbureauer rater en lang række forskellige objekter; herunder virksomheder, stater, obligationer, securities og andre finansielle instrumenter. Det primære fokus vil i denne opgave være rettet imod ratingen af virksomheder og finansielle instrumenter som f.eks. securities. Dette skyldes primært, at der i sagens natur ikke foretages særlig mange ratings af lande, mens der rates i tusindevis af virksomheder og finansielle instrumenter. Yderligere vil en "for" høj rating af et land også kun meget langsomt få betydning for værdien

⁴ Medmindre investoren investerer en baisse og f.eks. short seller aktier. Dette spørgsmål vil dog ikke blive forfulgt yderligere.

af landets statsobligationer, mens virksomheders og i særdeleshed strukturerede finansielle instrumenters kurser er noget mere volatile. Derfor har dette spørgsmål naturligvis påkaldt sig den største interesse i teori og praksis, og der er således flere tilgængelige informationer, der kan inddrages i behandlingen af spørgsmålet og dermed bidrage til en nuancering af vurderingen af det potentielle erstatningsansvar.

Endelig bemærkes det, at det *erstatningsretlige* område vil være det suveræne fikspunkt for specialet. Processuelle problemer som f.eks. spørgsmålet om rette værneting og lovvalg vil derfor ikke blive behandlet. Heller ikke eventuelle bevisbyrdeproblemer vil blive behandlet særligt indgående, men der vil blive identificeret et par problemer i den forbindelse i pkt. 10.1.

Indledningsvist redegøres dog for de seneste års begivenheder, der under overskriften "finanskrise" har givet anledning til almindelig tumult på stort set alle verdens finansmarkeder, og som for alvor har bragt kreditvurderingsbureauerne i søgelyset.

I. DEL

- FINANSKRISEN OG KREDITVURDERINGSBUREAUERNE

2. Finanskrisen

"Finanskrisen", "Kreditkrisen" eller the "Credit Crunch" tog sin "officielle" begyndelse den 9. august 2007, hvor den franske bank BNP Paribas offentliggjorde en pressemeddelelse, hvori den meddelte, at investorerne i to af bankens investeringsfonde ikke længere ville have mulighed for at hæve deres penge. Pressemeddelelsen angav "the complete evaporation of liquidity in the market" som begrundelse for suspenderingen; det var simpelthen ikke længere muligt at vurdere værdien af fondenes aktiver:⁵

*"The complete evaporation of liquidity in certain market segments of the U.S. securitization market has made it impossible to value certain assets fairly regardless of their quality or credit rating," BNP Paribas said in a statement.*⁶

Fondene havde omkring en tredjedel af deres ressourcer investeret i subprime securities, der var ratet AA eller højere af kreditvurderingsbureauerne.⁷

⁵ Elliott, Larry, David Teather og Jill Treanor: *Credit crunch consequences: three years after the crisis, what's changed?* The Guardian, 8. august 2010.

⁶ Boyd, Sebastian: *BNP Paribas Freezes Funds as Loan Losses Roil Markets*. Bloomberg, 9. august 2007.

⁷ *ibid.*

Samme dag som BNP Paribas offentliggjorde sine tab, stillede den Europæiske Centralbank €95 mia. til rådighed som lån til de europæiske banker for at forbedre deres likviditet.⁸

De globale finansmarkeder var præget af tumult den efterfølgende tid; lån blev afskrevet, investeringer ophørte, likviditeten svandt, arbejdsløsheden steg og flere regeringer trådte til med forskellige former for hjælpepakker. Det var imidlertid først den 7. september 2008, at krisens alvor stod helt klart for de fleste.

På dette tidspunkt overtog den amerikanske forbundsregering ledelsen i de to amerikanske kreditinstitutter *Freddie Mac* og *Fannie Mae*, der sammen ejede eller var garanter for godt 5 billioner dollars i huslån.⁹

Den amerikanske kongres gav endvidere regeringen fuldmagt til at indskyde ubegrænsede likvider i de to selskaber samt at opkøbe deres kapitalandele, såfremt det var nødvendigt for deres fortsatte overlevelse:

"Fannie Mae and Freddie Mac are so large and interwoven in our financial system that a failure of either of them would create great turmoil in financial markets and around the globe."

USA's finansminister Henry Paulson¹⁰

En uge senere indgav *Lehman Brothers* konkursbegæring efter at have lidt et tab på 3,9 mia. dollars henover sommeren 2008¹¹, og dagen efter offentliggjorde den amerikanske centralbank en hjælpepakke til forsikringsgiganten *AIG* på en værdi af 85 mia. dollars¹² (dette beløb viste sig i øvrigt at være utilstrækkeligt, hvorefter redningsplanen blev udvidet til 150 mia. dollars).¹³

I løbet af september og oktober havde krisen spredt sig til Europa, hvor flere finansielle virksomheder, heriblandt *Fortis*, *Bradford & Bingley* og den islandske bank *Glitnir*, var blevet nationaliserede eller sat under administration af deres respektive regeringer, og i USA havde Repræsentanternes Hus vedtaget en hjælpepakke til en værdi af 700 mia. dollars til nødstedte banker¹⁴.

Den 14. november 2008 konstateredes Eurolandene officielt i recession for første gang siden Eurosamarbejdets påbegyndelse i 1999¹⁵, og den 1. december fulgte USA trop¹⁶.

⁸ BBC News: *ECB moves to help banking sector*. BBC News, Business, 9. august 2007.

⁹ Labaton, Stephen: *In Rescue to Stabilize Lending, U.S. Takes Over Mortgage Finance Titans*. The New York Times, 7. september 2008.

¹⁰ Guha, Krishna m.fl.: *US takes control of Fannie and Freddie*. Financial Times, Financials, 7. september 2008.

¹¹ BBC News: *Timeline: Credit crunch to downturn*. BBC News, Business, 7. august 2009.

¹² BBC News: *US government rescues insurer AIG*. BBC News, Business, 17. september 2008.

¹³ Feisenthal, Mark og Lilla Zuill: *AIG gets \$150 billion government bailout; posts huge loss*. Reuters, 10. november 2008.

¹⁴ BBC News: *House backs \$700bn bail-out plan*. BBC News, Business, 3. oktober 2008.

¹⁵ Daley, James: *It's official: eurozone collapses into its first recession*. The Independent, Business, 15. november 2008.

Den 31. december 2008 kunne verdens aktiebørser se tilbage på et år, hvor det engelske indeks, FTSE 100, var faldet 31,3% i løbet af 2008, det tyske, Dax indeks 40,4%, det franske Cac 40 indeks 42,7%,¹⁷ og det amerikanske Dow Jones indeks hele 45%¹⁸.

*"Even with determined steps to return the financial sector to health and continued use of macroeconomic policy levers to support aggregate demand, global activity is projected to contract by 1.3 percent in 2009. This represents the deepest post-World War II recession by far."*¹⁹

*"The April 2009 issue of the Global Financial Stability Report (GFSR) estimates that, subject to a number of assumptions, credit write-downs on U.S.-originated assets by all holders since the start of the crisis will total \$2.2 trillion ..."*²⁰

*"... at least 20 million jobs have been lost since October 2008 when the financial crisis started [...] almost 43 million workers are at-risk of exclusion from the labour market"*²¹

... and the rest is history, as they say ...

... og så alligevel ikke helt - krisen raser fortsat, Eurosamarbejdet truer med at ophøre, Grækenland stirrer et statsbankerot i øjnene, arbejdsløsheden stiger, købelysten daler, kreditvurderingsbureauerne har nedjusteret deres ratings af flere europæiske banker samt lande som USA og Frankrig, og de advarer nu om, at *alle* europæiske lande risikerer yderligere nedjusteringer af deres ratings.²²

*"For the first time since the October 2008 Global Financial Stability Report, risks to global financial stability have increased [...], signaling a partial reversal in progress made over the past three years. The pace of the economic recovery has slowed, stalling progress in balance sheet repair in many advanced economies. Sovereign stress in the euro area has spilled over to banking systems, pushing up credit and market risks."*²³

¹⁶ The National Bureau of Economic Research: *Determination of the December 2007 Peak in Economic Activity*.

¹⁷ BBC News: *Timeline: Credit crunch to downturn*.

¹⁸ CBS News: *Market Closes On Worst Year Since 1931*. CBS News, Business, 17. februar 2010.

¹⁹ IMF: *Global Financial Stability Report: Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risk*. April 2009, p. xi

²⁰ Ibid.

²¹ International Labour Organization: *World of Work Report 2009: The Global Jobs Crisis and Beyond*. 2009, s. vii.

²² Ritzau/AFP: *Moody's: Hele Europa er truet af gældskrise*. Information, 28. november 2011.

²³ International Monetary Fund (IMF): *Global Financial Stability Report: Grappling with Crisis Legacies (Summary Version)*. September 2011, s. 1.

2.1 Derivater

Der findes intet entydigt svar på spørgsmålet om, hvordan finanskrisen opstod, men sikkert er det, at den lovgivningsmæssige liberalisering af visse finansielle instrumenter; i særdeles de såkaldte *derivater*, har muliggjort, at en række markedsaktører har kunnet forårsage eksorbitant store skader på vores finansielle stabilitet.

Et derivat er (i korthed) et finansielt produkt, som er *afledt* af (derived from) et underliggende aktiv, som kan være et finansielt instrument, et indeks eller andet variabelt.²⁴

I det antikke Grækenland indgik olivenbønder aftaler med købere om at købe næste års olivenhøst til en i forvejen fastsat pris. Dette arrangement eliminerede begge parter risiko ved eventuelle udsving på råvareprisen; faldt prisen var olivenbonden "in the money", mens det omvendt ville være køberen, der vandt på handlen, såfremt prisen steg.

I mange århundreder var de fleste kommercielle derivater spekulationer i råvarepriser, mens de første finansielle derivater formentlig var aktieoptioner.²⁵

I løbet af 1990'erne eksploderede derivatmarkedet, og det var nu muligt at spekulere i udviklingen af renter, valutakurser, råvarepriser og aktiekurser.

I dag er det kun fantasien, der sætter grænser for, hvad der kan spekuleres i. I "The J.P. Morgan Guide to Credit Derivatives" (på 88 sider...) nævnes i flæng spekulation i underliggende risici såsom katastrofer, forurening, elektricitet, inflation og for nærværende mest interessant: kredit,²⁶ og den teoretiske værdi (værdien af de underliggende aktiver eller the *notional value*) af derivatmarkedet anslåedes i 2008 til at udgøre cirka 600 billioner dollars.²⁷

2.2 MBS'er, CDO'er og CDS'er

Den "traditionelle" kreditformidling i den finansielle sektor foregik via bankernes balance, og udlånene foretoges på baggrund af indlånene; havde man brug for penge, lånte man dem af sin bank.

I dag ser billedet noget anderledes ud, og kreditformidlingen foregår i stigende grad via kapitalmarkedet; såkaldt "struktureret finansiering"²⁸.

Kort skitseret indebærer den strukturerede finansiering, at pengestrømme fra specifikke og illikvide aktiver, som f.eks. afdrag og rentebetalinger på realkredit-

²⁴ Frandsen, Tue Ravnhold og Anne Kaas Hammer: *Derivater og dokumentationen bag*. RR 2.2010.62, s. 1.

²⁵ Stout, Lynn A.: *Regulate OTC Derivatives by Deregulating Them*. Banking & Finance, Fall 2009, s. 31.

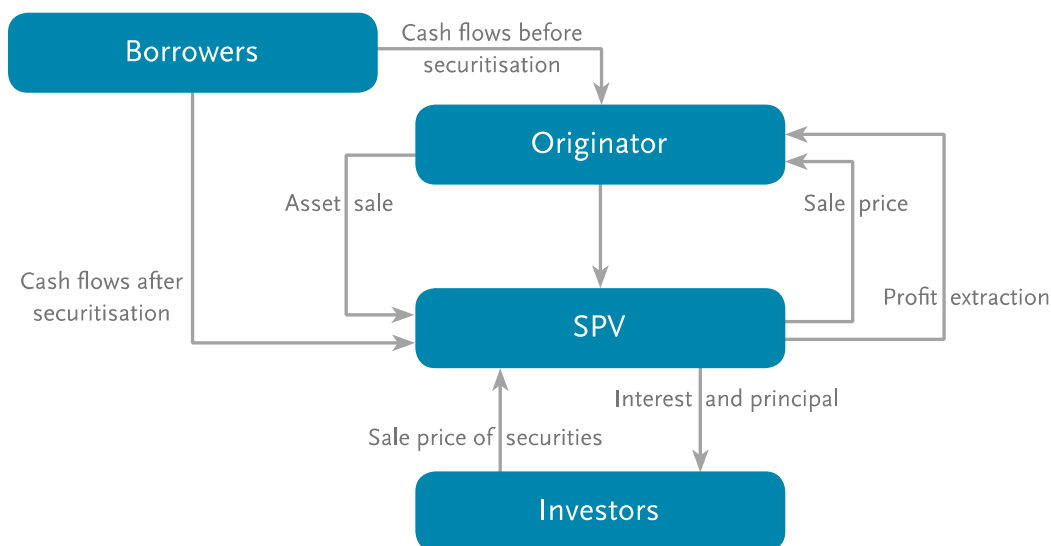
²⁶ *The J.P. Morgan Guide to Credit Derivatives*, s. 7.

²⁷ Stout, Lynn A.: *Regulate OTC Derivatives by Deregulating Them*, s. 31.

²⁸ Børsmæglerforeningen: *Kreditkrisen* (baggrundsnotat), 6. marts 2008, s. 1.

lån, bruges som sikkerhed ved udstedelsen af likvide obligationer til videresalg. Denne proces kaldes *securitisation*.

Processen involverer en række fordele for både banker og investorer, men lider også af et iboende problem; der indskydes således flere "led" mellem långiver og låntager, og det kan være svært for ikke at sige umuligt for efterfølgende led i kæden at danne sig et overblik over den oprindelige låntagers risikoprofil.



FIGUR 1²⁹

Særligt de såkaldte *Mortgage-backed Securities* (MBS'er) er interessante i denne sammenhæng. MBS'er opstår ved, at en bank tager en stor bunke af sine udlån med sikkerhed i fast ejendom, og overdrager dem til en *Special Purpose Vehicle* eller SPV. I stedet for at modtage pengestrømmen fra renter og afdrag modtager den oprindelige långiver et tilbagediskonteret beløb for salget af aktiverne.³⁰ SPV'en udsteder herefter værdipapirer, der er sikret med pengestrømmen fra renter og afdrag, og disse værdipapirer er tilgængelige for investorer.

Ratingbureauerne kommer ind i billedet, når flere tusinde boliglån *pools* og videresælges som værdipapirer. Den potentielle investor mister hurtigt interessen, hvis han selv skal foretage en due-diligence undersøgelse af mere end 1.000 enkeltlån. I stedet sender banken eller SPV'en hele pakken til et kreditvurderingsbureau, der rater værdipapiret.

Problemet er, at heller ikke kreditvurderingsbureauet har mulighed for at gennemgå risikoprofilen for de enkelte lån, hvorfor der i stedet foretages en risikovurdering ud fra generelle betragtninger; primært hvor mange huslån, der er misligholdt og efterfølgende afskrevet i *fortiden*. Matematikeren David X. Li forsøgte at afdække risikoen for såkaldte korrelerende misligholdelser ved hjælp af

²⁹ Børsmæglerforeningen: *Kreditkrisen*, s. 4.

³⁰ *Ibid.*, s. 3.

én matematisk formel; en Gaussisk Copula model, der bruges ved sandsynlighedsberegning:

$$\Pr[T_A < 1, T_B < 1] = \Phi_2(\Phi^{-1}(F_A(1)), \Phi^{-1}(F_B(1)), \gamma)$$

Here's what killed your 401(k) *David X. Li's Gaussian copula function as first published in 2000. Investors exploited it as a quick—and fatally flawed—way to assess risk. A shorter version appears on this month's cover of Wired.*

Probability

Specifically, this is a joint default probability—the likelihood that any two members of the pool (A and B) will both default. It's what investors are looking for, and the rest of the formula provides the answer.

Survival times

The amount of time between now and when A and B can be expected to default. Li took the idea from a concept in actuarial science that charts what happens to someone's life expectancy when their spouse dies.

Equality

A dangerously precise concept, since it leaves no room for error. Clean equations help both quants and their managers forget that the real world contains a surprising amount of uncertainty, fuzziness, and precariousness.

Copula

This couples (hence the Latin term copula) the individual probabilities associated with A and B to come up with a single number. Errors here massively increase the risk of the whole equation blowing up.

Distribution functions

The probabilities of how long A and B are likely to survive. Since these are not certainties, they can be dangerous: Small miscalculations may leave you facing much more risk than the formula indicates.

Gamma

The all-powerful correlation parameter, which reduces correlation to a single constant—something that should be highly improbable, if not impossible. This is the magic number that made Li's copula function irresistible.

FIGUR 2³¹

Det er generelt et problem at anvende historiske tal til at forudsige fremtiden, men i den konkrete situation blev situationen ekstra absurd af, at de historiske tal, der lagdes til grund, stammede fra en periode med en boligboble, hvorfor antallet af misligholdte lån havde været rekordlavt:³²³³

“Moody's used statistical models to assess C.D.O.'s; it relied on historical patterns of default. This assumed that the past would remain relevant in an era in which the mortgage industry was morphing into a wildly speculative business.”³⁴

Samtidig var efterspørgslen på securitiserede boliglån så stor, at lånekriterierne blev mere og mere lempelige. Det var til sidst muligt for folk med dårlig kredithi-

³¹ Salmon, Felix: *Recipe for Disaster: The Formula That Killed Wall Street*. Wired Magazine, issue 17.03.

³² Jf., Salmon: *Recipe for Disaster*.

³³ Jf., The Financial Crisis Inquiry Commission: *The Financial Crisis Inquiry Report – Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*. Januar 2011, s. 28.

³⁴ Jf., Lowenstein, Roger: *Triple-A Failure*. The New York Times, 27. april 2008, s. 4.

storie at få finansieret deres huskøb 100% lånefinansieret; de såkaldte subprime-lån.³⁵

Da ratingen imidlertid ikke blev foretaget på baggrund af de individuelle lån eller referenceaktiver, men derimod på baggrund af selve SPV'ens værdi og historiske data for misligholdelsesrisici, endte mange af MSB'erne med at få AAA-ratings fra de store kreditvurderingsbureauer.

Mortgage-backed securities er "first-order" derivater, idet de er afledt af egentlige obligationer. Når man pooler MBS'er med andre derivater afledt af andre lånetyper, får man "second-order" derivater som f.eks. Collateralized Debt Obligations (CDO'er), og disse kan yderligere være referenceaktiv for "third-order" derivater som f.eks. "CDO's squared".³⁶

Omkring 80% af disse CDO'er blev ratet AAA af kreditvurderings-bureauerne; også selvom de bagvedliggende MBS'er havde lavere ratings.³⁷

I perioden 2003 til 2007 blev der udstedt CDO'er for 700 milliarder dollars.³⁸

Et ratingbureau modtog typisk mellem 250.000 og 500.000 dollars for at rate en CDO.³⁹

Det interessante, eller bizarre om man vil, ved denne konstellation er, at de fleste led i "kæden" reelt skaber værdi på baggrund af andre menneskers lån. Når dertil kommer, at der under optakten til krisen var (og i øvrigt fortsat er) et enormt marked for de såkaldte *Credit Default Swaps* (eller CDS'er), som er endnu et derivat, der meget forenklet går ud på, at man "forsikrer" sine udlån eller deraf afledte værdipapirer mod misligholdelse af referenceaktivet,⁴⁰ så er en billionindustri groft sagt hægtet op på, om Hr. og Fru Jensen betaler deres lån til tiden. Det er således blevet muligt ikke bare at forsikre sine egne udeståender mod misligholdelse, men i realiteten også at forsikre sig imod *andres* misligholdelse af *deres* udestående; og det indtil flere gange på det samme referenceaktiv.

Alle disse derivater, der var indbyrdes afhængige, var i sidste ende baseret på en (skulle det vise sig) alt for optimistisk forventning til, at det amerikanske ejendomsmarked fortsatte sin positive udvikling. Som ovenfor bemærket blev flere af disse eksotiske derivater ratet "investment grade" af kreditratingbureauerne, og denne rating bibeholdt de indtil og i flere tilfælde også efter, at subprime-boblen bristede i 2008, og det viste sig, at stort set alle udstedte CDO'er måtte enten nedjusteres eller helt afskrives.

³⁵ Ibid, s. 2ff.

³⁶ Om det er udtryk for en vis form for selvironi vides ikke, men finanskoncernen Lehman Brothers, der som tidligere nævnt, var blandt finanskrisen første "ofre", udgav i 2003 *The Lehman Brothers Guide to Exotic* [min fremhævnings] *Credit Derivates*.

³⁷ Jf., *The Financial Crisis Inquiry Report*, s. 127.

³⁸ Ibid., s. 129.

³⁹ Jf., *The Financial Crisis Inquiry Report*, s. 129.

⁴⁰ Jf., *The Lehman Brothers Guide to Exotic Credit Derivatives*, s. 4f.

I perioden fra år 2000 til 2007 ratede Moody's næsten 45.000 MBS'er AAA, som er kreditvurderingsbureauets højeste rating. Til sammenligning eksisterede der i 2010 seks private, amerikanske firmaer, der var ratet AAA⁴¹.

Af alle de ratings af MSB'er, som Moody's foretog i årene 2006 og 2007, blev 76% af de oprindeligt "investment grade"-ratede MBS'er fra 2006 nedjusteret til "junk", mens det samme var tilfældet for hele 89% fra 2007.⁴²

2.3 Krisens efterspil

I modsætning til f.eks. Enron og Worldcom-skandalerne i starten af 00'erne, der udløste fængselsstraffe til flere direktører og nøglemedarbejdere i en række selskaber, har Finanskrisen endnu ikke resulteret i domfældelser af nogle af de centrale drivkræfter bag kollapset. Dette skyldes formentlig i høj grad, at den seneste krise har været systemisk i den forstand, at de eventuelt ansvarspådragende handlinger ikke har været isolerede til et eller flere selskaber, eller en eller flere brancher. Stort set samtlige markedsaktører har på et eller andet niveau været medvirkende til at skabe betingelserne for krisen (og trods alt også selv lidt under den).

I USA rejste man i 2008 en straffesag mod to hedgefond-direktører fra Bear Sterns. De to var anklaget for bedrageri ved (imod bedre vidende) ikke at have oplyst deres investorer om konkrete risici ved de produkter, de formidlede. Helt konkret havde den ene anklagede sendt den anden en e-mail, hvori der stod, at subprime-markedet, som hedgefondene var investerede i, "looked pretty damn ugly", og at såfremt en nylig foretaget undersøgelse var korrekt, "then the entire subprime market is toast"⁴³. Efterfølgende havde e-mailens afsender i en samtale med en række investorer udtalt: "we're very comfortable with exactly where we are."

Flere jurymedlemmer udtalte efterfølgende, at de to anklagedes åbenbare evner som sælgere ikke krydsede grænsen til bedrageri, og de blev frifundet.⁴⁴

Begge anklagede er nu sagsøgte i et civilt søgsmål anlagt af the Securities and Exchange Commission.

Hvad kreditratingbureauerne angår, så hersker der konsensus om, at de var en vigtig drivkraft bag krisen, idet deres blåstempling af de forskellige derivater gjorde dem til et attraktivt investeringsobjekt.

I juli 2008 udgav the U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) sin *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Agencies*. Denne rapport blev udgivet som led i SEC's tilsynsvirksomhed med kreditratingbureauerne og omhandlede primært ratingbureauernes interne procedurer i forbindelse med ratingen af MBS'er og CDO'er. SEC fandt uregel-

⁴¹ Jf., *The Financial Crisis Inquiry Report*, s. 140.

⁴² Ibid., s. 222f.

⁴³ Kouwe, Zachery og Dan Slater: *2 Bear Sterns Fund Leaders Are Acquitted*. The New York Times, 10. november 2009.

⁴⁴ Ibid.

mæssigheder⁴⁵ hos alle tre undersøgte ratingbureauer, der sammen sidder på 95% af ratingmarkedet.⁴⁶

I USA vedtog Kongressen i 2009 med *the Fraud Enforcement and Recovery Act*⁴⁷ nedsættelsen af en undersøgelseskomite, der skulle "examine the cause of the current financial and economic crisis in the United States"⁴⁸. Denne komite fik navnet *the Financial Crisis Inquiry Commission* og udgav i juli 2011 *The Financial Crisis Inquiry Report*:

*"This crisis could not have happened without the rating agencies. Their ratings helped the market soar and their downgrades through 2007 and 2008 wreaked havoc across markets and firms."*⁴⁹

Der er (så vidt vides) ikke rejst straffesager mod kreditvurderingsbureauerne eller deres ansatte, men der verserer i øjeblikket flere civile sager anlagt af investorer, der har handlet i tillid til ratings, der senere har vist sig at være (meget) for optimistiske.

En af de mere spektakulære sager er anlagt af *CalPERS*⁵⁰, der er den største private pensionsfond i USA. Af stævningen fremgår, at CalPERS i 2006 erhvervede værdipapirer for 1,3 milliarder dollars i tre forskellige *Structured Investment Vehicles* (SIVs), der alle var ratede AAA. I 2007 og 2008 kollapsede SIV'erne, og CalPERS havde på tidspunktet for stævningens udarbejdelse endnu ikke fastslået sit præcis tab, men det anslås i stævningen til at udgøre omkring 1 milliard dollars.

Alle tre markedsførende ratingbureauer, Standard & Poor's, Moody's og Fitch, er stævned i sagen, idet de alle havde ratet SIV'erne. Af stævningen fremgår bl.a.:

*"The credit ratings on the three SIVs ultimately proved to be wildly inaccurate and unreasonably high. The Rating Agencies' methods used to rate the SIVs and their underlying assets were seriously flawed in conception and incompetently applied. Moreover, the SIVs, which the Rating Agencies represented by their "AAA" credit ratings as most likely able to withstand an economic depression, were structured with Rating Agency participation in a manner that used certain flawed assumptions which ended up ensuring SIVs' collapse when a recession actually occurred."*⁵¹

⁴⁵ Jf., United States Securities and Exchange Commission: *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*. Juli 2008., s. 1f.

⁴⁶ Jf., White, Lawrence J.: *The Credit Rating Agencies*. Journal of Economic Perspectives, vol. 24, no. 2, Spring 2010, S. 216f

⁴⁷ Public Law 111-21

⁴⁸ *The Financial Crisis Inquiry Report*, s. xi.

⁴⁹ *Ibid.*, s. 222.

⁵⁰ CalPERS er en forkortelse af California Public Employees' Retirement System.

⁵¹ *California Public Employees' Retirement Systems v. Moody's Corp et al*, Superior Court of California, San Francisco County, No. 09-490241, s. 1f.

Nærværende speciale er begrænset til spørgsmålet om kreditrating-bureauernes mulige erstatningsansvar overfor de investorer, der handler i tillid til, at de oplyste ratings er korrekte. Andre mulige forurettede kunne, som nævnt i indledningen, dog også være de selskaber eller lande, der rates forkert, samt ratingbureauernes egne kapitalejere. Sidstnævnte har i flere tilfælde i USA stævnet ratingbureauerne: Moody's for at være skyld i kursfald på egne aktier⁵², for brud på loyalitetspligten, majoritetsmisbrug, dårlig ledelse, uberettiget vinding m.m.⁵³, samt Fitch for at puste aktiekurserne kunstigt op⁵⁴.

Om det alene skyldes den (i dansk optik) særegne amerikanske søgsmålstradition, vides ikke, men der verserer (så vidt vides) ingen europæiske søgsmål imod kreditvurderingsbureauerne på baggrund af angiveligt oppustede ratings. EU-kommissionen har ellers ikke været bleg for at kritisere kreditvurderingsbureauerne for deres rolle i finanskrisen:

"Det er almindeligt anerkendt, at kreditvurderingsbureauerne på betydelig vis har bidraget til den seneste tids uro på de finansielle markeder, fordi de har undervurderet kreditrisikoen ved de strukturerede kreditprodukter."⁵⁵

3. Kreditvurderingsbureauerne

Når "kreditvurderingsbureauer" omtales i nærværende tekst er det en reference til de tre internationale kreditvurderingsbureauer Standard & Poor's (S&P), Moody's og Fitch. Til sammen udgør deres markedsandel 95%, hvilket gør markedsstrukturen uhyre oligarkisk.

3.1 Informationsasymmetri

Kreditvurderingsbureauerne opererer på et marked, der er præget af informationsasymmetri⁵⁶; de potentielle investorer ved i sagens natur mindre om den virksomhed eller det finansielle instrument, de overvejer at investere i, end virksomheden eller udstederen af instrumentet gør. Når en virksomhed f.eks. ved en aktieemission tilbyder nye investorer at tegne aktier til en af virksomheden fastsat kurs, "mangler" de potentielle investorer information, som virksomheden er i besiddelse af. I kraft af deres direkte adgang til de ratede virksomheder, der gør det lettere at indhente de relevante og efterspurgte oplysninger, kan kreditvurderingsbureauerne bidrage til at mindske informationsasymmetrien mellem par-

⁵² In re Moody's Corp. Sec. Litig., No. 1:07-cv-8375-SWK (S.D.N.Y. Sept. 26, 2007)

⁵³ Louisiana Municipal Police Employees Retirement System v. McDaniel, No. 1:08-cv-09323-SWK (S.D.N.Y. Oct. 30, 2008)

⁵⁴ Indiana Laborers Pension Fund v. Fimalac S.A., No. 1:08-cv-05994-SAS (S.D.N.Y. July 1, 2008)

⁵⁵ EU-Kommissionen: *Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om kreditvurderingsbureauer*. KOM(2008)704, 12. november 2008.

⁵⁶ Jf., Langohr, Herwig og Patricia Langohr: *The Rating Agencies and Their Credit Ratings*. 2008, s. 9.

terne i et låneforhold.⁵⁷

Dertil kommer, at den forsigtige og professionelle investor som udgangspunkt altid vil foretage en eller anden form for due diligence undersøgelse af det påtænkte investeringsobjekt, men dette kan hurtigt blive en bekostelig affære, der endda kan eliminere den potentielle avance ved investeringen. Så i stedet for at flere potentielle investorer alle bruger ressourcer på at indsamle information om et muligt investeringssubjekt, overlader de en del af arbejdet til kreditvurderingsbureauerne, der således er med til at reducere markedets samlede transaktionsomkostninger.⁵⁸

Yderligere har kreditvurderingsbureauerne en lidt særegen stilling blandt markedsaktørerne, idet de i mange lande er tillagt en slags quasiregulativ rolle bl.a. som led i implementeringen af Basel II-regelsættet, hvilket vil blive behandlet kort under afsnit 4.

3.2 Ratings

Som nævnt i indledningen kan en "kreditvurdering" defineres som følger:

*"en udtalelse om kreditværdigheden af en enhed, en gælds- eller finansiel forpligtelse, obligation, præferenceaktie eller andet finansielt instrument eller af en udsteder af en sådan gælds- eller finansiel forpligtelse, obligation, præferenceaktie eller et sådant finansielt instrument, der udstedes ved brug af et etableret og defineret klassificeringssystem af kreditvurderingskategorier."*⁵⁹

Der findes altså groft sagt to typer ratings: ratings af udstederen ("issuer rating") af et gældsinstrument, der giver et generelt billede af en virksomheds kreditværdighed, samt ratings af et specifikt gældsinstrument ("issue rating"), der giver et billede af udstederens evne til at overholde de til instrumentet tilknyttede vilkår.

Hvis en AAA-ratet virksomhed f.eks. udsteder erhvervsobligationer, der er sikrede ved pant i virksomhedens faste ejendom, vil disse obligationer typisk opnå en højere kreditvurdering, end f.eks. usikrede obligationer udstedt af samme virksomhed.⁶⁰

Så forenklet som muligt opsummerer kreditvurderingen, hvor stor sandsynligheden er for, at den ratede enhed overholder sine betalingsforpligtelser; herved forstået betaler afdrag og renter til forfaldsdag.

Denne kreditvurdering udtrykkes på en skala, der rangerer fra AAA (højest) til D

⁵⁷ Jf., White, Lawrence J.: *The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis*. New York University, Center for Law and Business, Working Paper #CLB-01-001, 20. april, 2001., s. 5

⁵⁸ Jf., Kruck, Andreas: *Private Ratings, Public Regulations: Credit Rating Agencies and Global Financial Governance*. 2011, s. 28.

⁵⁹ Art. 3, litra 1a i Forordning (EF) nr. 1060/2009 om kreditvurderingsbureauer.

⁶⁰ Jf., Langohr, Herwig og Patricia Langohr: *The Rating Agencies and Their Credit Ratings*, s. 42.

(lavest).

Interpretation	Fitch and S&P	Moody's
Highest quality	AAA	Aaa
High quality	AA+	Aa1
	AA	Aa2
	AA-	Aa3
Strong payment capacity	A+	A1
	A	A2
	A-	A3
Adequate payment capacity	BBB+	Baa1
	BBB	Baa2
	BBB-	Baa3
Likely to fulfill obligations, ongoing uncertainty	BB+	Ba1
	BB	Ba2
	BB-	Ba3
High-risk obligations	B+	B1
	B	B2
	B-	B3
Vulnerable to default	CCC+	Caa1
	CCC	Caa2
	CCC-	Caa3
Near or in bankruptcy or default	CC	Ca
	C	C
	D	D

FIGUR 3⁶¹

Der sondres mellem to hovedkategorier; *investment grade* (AAA-BBB) og *speculative grade* (BB-D) eller *junk*, jf. figur 4 nedenfor.

⁶¹ IMF: *Global Financial Stability Report: Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity*, oktober 2010, s. 90.

Moody's and S&P's Rating Scales

Description	Moody's	S&P
Investment grade		
	Aaa	AAA
	Aa	AA
	A	A
	Baa	BBB
<hr/>		
Speculative grade		
	Ba	BB
	B	B
	Caa	CCC

Maximum safety
 ↑
 ↓
 Worst credit quality

FIGUR 4⁶²

3.3 Ratingmetodologi

De konkrete beregninger, der ligger bag en given rating, er som udgangspunkt ikke offentligt tilgængelige, og det ville da også være ganske uden for nærværende opgaves emnefelt at forsøge at belyse dem fyldestgørende.

De mere overordnede principper bag kreditvurderingsbureauernes ratings vil dog blive behandlet ganske kort i nærværende afsnit.

Ratings tilvejebringes som udgangspunkt på baggrund af tre typer information: offentlig tilgængelig information, information fra udstederen selv og endelig information fra konkurrenter, tidligere ansatte o.l.⁶³

Ved issuer ratings fastsættes ratingen på baggrund af to typer risikovurdering: *business risk* og *financial risk*⁶⁴:

⁶² Servigny, Arnaud De og Olivier Renault: *Standard & Poor's Measuring and Managing Credit Risk*. 2004, s. 25.

⁶³ Jf., Sinclair, Timothy J.: *Passing Judgement: Credit Rating Processes as Regulatory Mechanisms of Governance in the Emerging World Order*. Centre for International and Strategic Studies, Occasional Paper Number 20, november 1993, s. 8.

⁶⁴ Jf., Langohr, Herwig og Patricia Langohr: *The Rating Agencies and Their Credit Ratings*, s. 258ff.

Standard & Poor's risk factors for corporate ratings



FIGUR 5⁶⁵

Business risk omfatter primært systemiske risikomomenter, der ikke er begrænsede til den omhandlede virksomhed, mens *financial risk* kan omfatte f.eks. årsregnskaber, aktuelle budgetter, medieomtale o.l., men også mere subjektive momenter som f.eks. ledelsens sammensætning og erfaring, virksomhedsstrategi o.l.⁶⁶

Ved issue ratings evalueres bl.a. instrumentets juridiske struktur, kontraktuelle forhold, prioritetsstillingen i forhold til andre af udstederens gældsforpligtelser samt eventuelle kautioner eller andre tredjemandsgarantier.⁶⁷

Ved strukturerede finansielle instrumenter som f.eks. MBS'er og CDO'er, som beskrevet ovenfor under pkt. 2.2, indgår desuden referenceaktivernes kreditkvalitet og forventede cashflow samt derivaternes juridiske struktur.⁶⁸

3.4 Kreditvurderingsbureauernes virksomhed

De moderne kreditvurderingsbureauer har rødder, der går tilbage til slutningen af 20. århundrede, hvor en række virksomheder begyndte at analysere jernbaneobligationer. Poor's Publishing Company, der i dag går under navnet Standard & Poor's, udgav i 1890 *Poor's Manual*, der var en analyse af data vedrørende jernbanevirksomhed som investeringsobjekt.

I 1909 offentliggjorde John Moody *Analysis of Railroad Investments*,⁶⁹ der var en samling af egentlige ratings af jernbaneobligationer og snart efter fulgte flere trop: Poor's Publishing Company begyndte at rate aktier og obligationer i 1916,

⁶⁵ Standard & Poor: *Standard & Poor's guide to Credit Rating Essentials: What Are Credit Ratings and How Do They Work?*, s. 12.

⁶⁶ Jf., Sinclair, Timothy J.: *Passing Judgement*, s. 8.

⁶⁷ Jf., *Standard & Poor's guide to Credit Rating Essentials*, s. 12.

⁶⁸ Ibid.

⁶⁹ Jf., <http://www.moodys.com/Pages/atc001.aspx>

Standard Statistics Company, Inc.⁷⁰ i 1922 og endelig Fitch Publishing Company i 1924.⁷¹

Indtil 1970'erne stammede kreditvurderingsbureauernes indtægter fra brugerne af deres service. Man "abonnerede" på bureauernes ratings, og de ratede virksomheder betalte ikke noget for at blive ratet af kreditvurderingsbureauerne.⁷²

Efter Wall Street-krakket i 1929 indførte de amerikanske myndigheder en række oplysningskrav til virksomhederne, og i de efterfølgende årtier blev flere og flere informationer offentligt tilgængelige. Dertil kom at teknologiske fremskridt som f.eks. kopimaskinen gjorde det lettere at videreføre materiale, og kreditvurderingsbureauerne stod overfor en udfordring, idet den oplysningservice de leverede var af offentlig interesse, og derfor ofte blev "lækket" fra abonnenten til andre potentielle købere af serviceydelsen.⁷³

Som en løsning på dette problem begyndte kreditvurderingsbureauerne i midten af 1970'erne at tage sig betalt direkte af den virksomhed, hvis gældsforpligtelse de ratede, og dette er da også måden, hvorpå de genererer deres indtægter i dag.

3.5 Interessekonflikter

Denne overgang fra "subscriber pays" til "issuer pays" har imidlertid medført, at kreditvurderingsbureauerne ofte kritiseres for, at der ved enhver rating opstår en potentiel interessekonflikt. Især tre forhold påkalder sig i denne forbindelse opmærksomhed:

3.5.1 Den glade klient

Det mest oplagte problem er, at kreditvurderingsbureauets direkte medkontra- hent er udstederen af det finansielle instrument, der skal rates.

Når kreditvurderingsbureauerne i "gamle dage" kontraherede med investorerne, kunne de foretage deres ratings i princippet helt uden at tage kontakt til målet for ratingen. De måtte således antages udelukkende at varetage investorernes interesser, og disses primære interesse var til enhver tid en så præcis rating som muligt.

I dag bliver kreditvurderingsbureauerne hyret af udstederen af det finansielle instrument, og udstederen vil som udgangspunkt være interesseret i, at hans produkt rates så højt som muligt, da dette har en positiv effekt på både efterspørgsel og markedsværdi. Kreditvurderingsbureauet kan således fristes til at forsøge at gøre klienten tilfreds og dermed gavne sandsynligheden for, at klien-

⁷⁰ Poor's Publishing Company og Standard Statistics Company, Inc. fusionerede i 1942 under navnet Standard & Poor's.

⁷¹ Jf., Partnoy, Frank: *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*. Washington University Law Quarterly, vol. 77, no. 3, 1999, s. 637ff.

⁷² Jf., Coffee Jr., John C.: *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. 2006, s. 295f.

⁷³ Jf., Coffee Jr., John C.: *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, s. 295f.

ten vender tilbage, ved at give en rating, der er højere, end den burde være.⁷⁴

Dette kan dog anføres i forbindelse med udførelsen af stort set alle liberale erhverv, herunder revision og juridisk rådgivning. Særligt i relation til revision hvor ydelsen primært anvendes af tredjemand må hævdes, at netop fordi så mange mennesker har en interesse i en korrekt revision, så ville eventuelle uregelmæssigheder hurtigt blive afdækket. Det er således et kendetegn for kreditvurderingsbureauer, revisorer og andre gatekeepers er, at de stiller deres "reputational capital" på højkant hver gang de stiller resultatet af deres arbejde til rådighed for offentligheden. Denne "troværdighedskapital" ville hurtigt forsvinde, såfremt der kunne påvises fejl og mangler ved det udførte arbejde, og bl.a. dette faktum antages i teorien at være nok til at "holde styr på" både revisorer, kreditvurderingsbureauer og andre gatekeepers.⁷⁵

3.5.2 Markedskoncentration

I relation til de komplekse finansielle instrumenter som f.eks. CDO'er, der er omtalt andetsteds, er et andet problem, at det kun er ganske få aktører, der har kapacitet og kompetence til at udstede disse instrumenter. Det fremgår f.eks. af en fransk undersøgelse, at på det europæiske marked for strukturerede finansielle produkter står de samme 12 banker bag mere end 70% af handlen, mens tre kreditvurderingsbureauer sidder på hele ratingmarkedet.⁷⁶

En tilsvarende situation eksisterer i USA, hvor omkring halvdelen af kreditvurderingsbureauernes omsætning stammer fra ratings af strukturerede finansielle produkter udstedt af en relativt lille forsamling af virksomheder.⁷⁷

Når dette sammenholdes med, at kreditvurderingsbureauernes honorar ved ratingen af et struktureret finansielt produkt ligger på omkring 10 basispoint af udstedelsens værdi, og at honoraret for særlig komplekse enkeltstående ratings kan antage op til 2,4 mio. dollars,⁷⁸ så må en ganske stor del af kreditvurderingsbureauernes indtægter hidrører fra en ret koncentreret gruppe af klienter. Det kan frygtes, at kreditvurderingsbureauernes i dette lys vil være endnu mere tilbøjelige til (bevidst eller ej) at "please" deres klienter for at sikre omsætningen.

3.5.3 Kreditvurderingsbureauernes rolle i sammensætningen af strukturerede finansielle produkter.

I takt med den øgede efterspørgsel på strukturerede finansielle produkter stiger udstedernes opfindsomhed tilsvarende. Som beskrevet ovenfor under afsnit 2.2 er flere nye derivatprodukter så komplicerede, at ikke bare investorerne for

⁷⁴ Jf., Freeman, Lisbeth: *Who's Guarding the Gate? Credit-Rating Agency Liability as "Control Person" in the Subprime Credit Crisis*. Vermont Law Review, vol. 33:585, s. 600.

⁷⁵ Om "reputational capital" se Coffee Jr., John C.: *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, s. 325ff.

⁷⁶ Jf., Mason, Joseph R. og Joshua Rosner: *Where Did the Risk Go? How Misapplied Bond Ratings Cause Mortgage Backed Securities and Collateralized Debt Obligation Market Disruptions*, maj 2007, s. 10.

⁷⁷ Jf., Freeman, Lisbeth: *Who's Guarding the Gate?*, s. 601.

⁷⁸ Jf., Partnoy, Frank: *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*. University of San Diego, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper no. 07-46, maj 2006, s. 69.

længst har opgivet at forstå dem til bunds, men også udstederne har problemer med at fastsætte de mulige implikationer som forskellige scenarier kan udløse. Ratingbureauerne er således set spille en aktiv rolle i selve struktureringen af disse produkter; f.eks. sammensætning af og forhold mellem de forskellige trancher i en CDO med henblik på at opnå de ønskede ratings for hver tranche.⁷⁹

Det kan frygtes at resultere i, at kreditvurderingsbureauerne ud fra både forretningsmæssige og juridiske synspunkter er tilbageholdende med efterfølgende at nedjustere ratingen af sådanne produkter, som de selv har været med til at sammensætte. Af samme grund må revisorer i børsnoterede og andre samfundsvigtige selskaber ikke have "deltaget i bogføring eller lignende registreringer, som danner grundlaget for det forhold, opgaven vedrører eller have medvirket ved udarbejdelsen af det dokument, opgaven vedrører, jf. § 5, nr. 1 i bekendtgørelse 663 af 26. juni 2008 om godkendte revisorers og revisionsvirksomheders uafhængighed.

4. Kreditvurderingsbureauernes quasiregulative rolle

Kreditvurderingsbureauer indtager en noget særegen rolle på det finansielle marked. Det hævdes på den ene side, at de ikke bidrager med information af nævneværdig værdi for markedsaktørerne, men alligevel havde Moody's efter sin børsnotering i 2000 en kapitalværdi på anslået 5 milliarder dollars⁸⁰, og som en kommentator har udtrykt det:

"There are two superpowers in the world today in my opinion. There's the United States and there's Moody's Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody's can destroy you by downgrading your bonds. And believe me, it's not clear sometimes who's more powerful"

Thomas Friedman i PBS "News Hour", 13. februar 1996.

Kreditvurderingsbureauerne sammenlignes ofte med andre *gatekeepers*⁸¹, idet en kreditvurdering kan være en "blåstempling" af en virksomhed, og endda i nogle tilfælde er en nødvendig for, at virksomhed kan indtræde på en bestemt marked, afsætte et bestemt produkt, eller foretage en bestemt transaktion.

I det følgende skal jeg kort redegøre for kreditvurderingsbureauernes lidt særegne stilling i henholdsvis dansk og amerikansk ret, hvor bureauerne i medfør af

⁷⁹ Jf., Freeman, Lisbeth: *Who's Guarding the Gate?*, s. 602.

⁸⁰ Jf., Partnoy, Frank: *The Paradox of Credit Ratings*. University of San Diego, Law and Economics Research Paper No. 20, 2001, s. 1.

⁸¹ En gatekeeper er en "reputational intermediary who provides verification or certification services to investors" (jf., Coffee Jr., John C.: *Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*. Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies, Working Paper No. 237, september 2003, s. 12): det kan f.eks. revisoren, der godkender en virksomheds årsrapport. Det karakteristiske er, at gatekeeperen vurderer eller indestår for sin klients egne udtalelser og vurderinger om sig selv eller en given transaktion.

lovgivningen er tillagt en særstatus, idet visse former for offentlig regulering er "udliciteret" til bureauerne, der derved bliver tillagt, hvad jeg i nærværende speciale har valgt at kalde en quasiregulativ rolle.

4.1 Kreditvurderingsbureauer i Danmark

Lovgivningen stiller krav om, at danske penge- og realkreditinstitutioner (i det følgende "kreditinstitutter") skal have en vis basiskapital, jf. § 124, stk. 1 i lov om finansiel virksomhed. De gældende regler er en implementering af Basel II-aftalen og findes bl.a. i lov om finansiel virksomhed og den af Finanstilsynet udstedte kapitaldækningsbekendtgørelse.

§ 124, stk. 1 i lov om finansiel virksomhed bestemmer, at:

"Pengeinstitutters og realkreditinstitutters bestyrelse og direktion skal sikre, at instituttet har en tilstrækkelig basiskapital og råder over interne procedurer til risikomåling og risikostyring til løbende vurdering og opretholdelse af en basiskapital af en størrelse, type og fordeling, som er passende til at instituttets risici."

Den "tilstrækkelige basiskapital" opgøres som det beløb, der er passende til at dække kreditinstituttets risici, og dette beløb skal opfylde to krav; dels *minimumskapitalkravet* på 5 millioner euro, jf. LFV § 124, stk. 2, nr. 2, og dels *solvenskravet* på mindst 8% af de risikovægtede poster, jf. LFV § 124, stk. 2, nr. 1.⁸²

Solvenskravets størrelse fastsættes på baggrund af tre parametre: kreditrisiko, markedsrisiko og operationel risiko.

Kreditrisikoen er kreditinstituttets risiko for tab i forbindelse med debitorers misligholdelse af deres gældsforpligtelser.⁸³

Ved opgørelsen af denne risiko skal kreditinstituttet, jf. kapitaldækningsbekendtgørelsens § 8, anvende "standardmetoden" for kreditrisiko, der fremgår af kapitaldækningsbekendtgørelsens §§ 9-18, *eller* den "interne ratingbaserede metode for kreditrisiko", der ikke skal behandles nærmere her.

Ved anvendelse af "standardmetoden" skal kreditinstituttet opdele sine eksponeringer i en række forskellige kategorier, og det følger af kapitaldækningsbekendtgørelsens § 13, at kreditinstituttet kan anvende "godkendte kreditvurderingsinstitutters kreditvurderinger" ved opgørelsen af de risikovægtede eksponeringer. Bekendtgørelsens bilag 5 opstiller en række betingelser for brugen af kreditvurderingsinstitutternes vurderinger, bilag 6 opstiller en række betingelser, som kreditvurderingsinstitutterne ratingmetoder skal overholde for at blive godkendt; herunder krav til objektivitet, uafhængighed, løbende kontrol og gennemsigtighed, jf. bekendtgørelsens § 17, stk. 1.

Finanstilsynet godkender de eksterne kreditvurderingsinstitutter, hvis ratings

⁸² Jf., Østrup, Finn: *Det finansielle system*, 2010, s. 227.

⁸³ Ibid.

kan lægges til grund ved kreditrisikovurderingen, jf. bekendtgørelsens § 16, stk. 1, og i skrivende stund er der fire således godkendte kreditvurderingsbureauer: DBRS, Moody's, S&P og Fitch.⁸⁴

4.2 Kreditvurderingsbureauer i Europa

Kreditvurderingsbureauer registreret i Europa (som filialer af bl.a. Moody's, S&P og Fitch er) skal overholde Forordning nr. 1060/2009 af 16. september 2009 om kreditvurderingsbureauer, der ikke regulerer den konkrete metodologi, bureauerne anvender, men derimod sikrer, at kreditvurderingsaktiviteter udføres "i overensstemmelse med principperne om integritet, gennemsigtighed, ansvarlighed og god ledelse", jf. Forordningens præambel (2).

Forordningen fastlægger blandt andet en række krav til kreditvurderingsbureauernes virksomhed, som bureauerne skal leve op til, såfremt de er registrerede i EU i henhold til forordningen. Det drejer sig bl.a. om:

- (i) Organisatoriske krav
- (ii) Driftskrav
- (iii) Regler vedrørende kreditvurderingsanalytikere og andre personer, der er direkte involveret i kreditvurderingsaktiviteter.
- (iv) Regler om fremlæggelse af kreditvurderinger: herunder særlige krav til kreditvurderinger af strukturerede finansielle instrumenter
- (v) Oplysninger

4.3 Kreditvurderingsbureauer i USA

4.3.1 NRSRO'er

I forbindelse med 1930'erne finanskrisen vedtoges i USA i 1936 et dekret, der forbød banker at investere i "speculative investment securities", hvilket var defineret som finansielle instrumenter, der var ratet lavere end "investment grade" af anerkendte rating manualer, og i 1975 styrkedes kreditvurderingsbureauernes position yderligere, idet SEC (the Securities and Exchange Commission, der har nogenlunde samme funktion som Finanstilsynet herhjemme) inkorporerede begrebet *NRSRO'er* eller "Nationally Recognized Statistical Ratings Organisations" i en række lovbestemmelser, der bl.a. opstillede visse minimumskapitalkrav for værdipapirshandlere.⁸⁵

Lovgivningen, der henviste til NRSRO-ratings i forskellige forbindelser, voksede yderligere i de følgende år, og indtil 2010 henvistes der til ratings i omkring 150

⁸⁴ Jf., http://www.finanstilsynet.dk/Temaer/Solvens/Kreditinstitut-og-fondsmaegleromradet/Godkendelser-mv/Kreditvurdering.aspx?sc_lang=da

⁸⁵ Jf., White, Lawrence J.: *The Credit Rating Agencies: Understanding Their Central Role in the Subprime Debacle of 2007-2008*, august 2009, s. 3ff.

forskellige lovbestemmelser.⁸⁶ En række af disse bestemmelser indeholdt minimumskapitalkrav i overensstemmelse med Basel II, men kreditvurderingsbureauerne blev tillagt yderligere quasiregulative beføjelser; f.eks. måtte visse investorer underlagt offentlig regulering, som f.eks. pensionselskaber, ikke investere i værdipapirer, der ikke var ratet tilstrækkeligt højt.⁸⁷

På denne vis fik kreditvurderingsbureauerne status af "gatekeepers"; dvs. at deres vurdering af et værdipapir eller en virksomhed i visse tilfælde var en forudsætning for at opnå adgang til det finansielle marked.

I modsætning til andre gatekeepers som f.eks. revisorer var kreditvurderingsselskaberne imidlertid specifikt tillagt immunitet overfor erstatningsøgsmål for ukorrekte ratings.⁸⁸ Dette fik i 2002 en af den amerikanske kongres' komiteer til at konkludere, at "NRSROs are officially shielded from liability for all but fraud under the securities laws [...]. This means that NRSROs are not held even to a negligence standard of care for their work."⁸⁹

I 2010 vedtog Kongressen imidlertid the "Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act" som reaktion på finanskrisen og med henblik på bl.a. "to promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system"⁹⁰.

Denne lov fjernede bl.a. henvisninger til NRSRO'er i en række andre love, hvorefter en investment grade rating ikke længere i sig selv gør, at f.eks. pensionsfonde o.l. frit kan investere i værdipapirer. Desuden fjernedes ansvarsfritagelsen i henhold til The Securities Act of 1933, og SEC tillagdes et skærpet tilsyn med kreditvurderingsbureauerne. Baggrunden herfor var bl.a., som det fremgår af Subtitle C i loven, at:

"In the recent financial crisis, the ratings on structured financial products have proven to be inaccurate. This inaccuracy contributed significantly to the mismanagement of risks by financial institutions and investors, which in turn adversely impacted the health of the economy in the United States and around the world. Such inaccuracy necessitates increased accountability on the part of credit rating agencies."⁹¹

Indtil videre har dette dog ikke resulteret i domfældelser over ratingbureauerne, hvis primære værn i erstatningsager fortsat udgøres af deres

⁸⁶ Jf., Partnoy, Frank: *The Paradox of Credit Ratings*, s. 13ff og Langohr, Herwig og Patricia Langohr: *The Rating Agencies and Their Credit Ratings*, s. 431.

⁸⁷ Jf., bl.a. 12 Code of Federal Regulations § 362.11.

⁸⁸ Jf., bl.a. Securities Act Rule 436, der fritog NRSRO'er for det ansvar, der ellers påhvilede "eksperter", der udtalte sig om en given virksomhed i henhold til Section 11 i the Securities Act of 1933. Se herom bl.a. Partnoy, Frank m.fl.: *Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*. Council of Institutional Investors, april 2009, s. 14.

⁸⁹ The Staff to the Senate Committee on Governmental Affairs: *Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs*, 8. oktober 2002, s. 82.

⁹⁰ Jf., H. R. 4173-1.

⁹¹ Jf., H. R. 4173, s. 497.

såkalde "First Amendment protection".⁹² Denne bestemmelse sikrer den amerikanske ytringsfrihed og forbyder Kongressen at lave love "abridging the freedom of speech, or of the press".

4.3.2 Erstatningssøgsmål

Kreditvurderingsbureauerne har indtil videre haft held med en taktik, der går ud på, at de sammenligner sig selv med nyhedsformidlere (publishers), og deres ratings med "ledere" (editorials). Disse er i amerikansk ret beskyttet af the first amendment som "opinions" og er dermed ikke faktuelle udtalelser, men derimod meninger, der i sagens natur ikke kan være forkerte, medmindre de strider imod anden lovgivning. Alternativt har amerikanske domstole også accepteret, at selvom ratings måske ikke har fortjent samme udstrakte beskyttelse som avisledere, så er en rating en udtalelse om et forhold af offentlig interesse (an assertion about a matter of public interest). Sådanne udtalelser er beskyttet af the first amendment, medmindre det kan bevises, at de strider imod "actual malice"-standarden, som antages at gælde efter *New York Times Co. v. Sullivan*.⁹³ Denne retsgrundsætning betyder, at den, der fremsætter en sådan udtalelse, kun kan ifalde et erstatningsansvar, såfremt udtalelsen er fremsat med "actual malice"; af den amerikanske højesteret defineret som "with knowledge that it was false or with reckless disregard of whether it was false or not."⁹⁴

The first amendment yder imidlertid ingen beskyttelse imod bedragerianklager (fraud), hvilket er taktikken i flere nye sager imod kreditvurderingsbureauerne. I disse sager hævder sagsøgerne, at kreditvurderingsbureauerne offentliggjorde ratings, som de vidste var ukorrekte.⁹⁵

Ovenstående er ikke voldsomt interessant ud fra et dansk perspektiv. Det synes således utænkeligt, at en dansk domstol ville "købe" sammenligningen kreditvurderingsbureauer og den frie presse, men dette misforhold kan formentlig tilskrives den særlig amerikanske tradition for "first amendment protection".

Af større interesse for nærværende opgave er de søgsmål, der er anlagt på baggrund af rent erstatningsretlige overvejelser (tort claims), men dels er disse særdeles sparsomme, og dels har kreditvurderingsbureauerne (så vidt vides) vundet dem alle.⁹⁶

⁹²1st Amendment i Bill of Rights fra 1791: "Congress shall make no law respecting an establishment of religion, or prohibiting the free exercise thereof; or abridging the freedom of speech, or of the press; or the right of the people peaceably to assemble, and to petition the government for a redress of grievances".

⁹³Jf., Kettering, Kenneth C.: *Securitization and Its Discontents: The Dynamics of Financial Product Development*. *Cardoza Law Review*, vol. 29:4, 2008, s. 1689.

⁹⁴Jf. *New York Times Co. v. Sullivan*, 376 U.S. 254 (1964), s. 280.

⁹⁵Jf., Field, Abigail: *Will the Teflon Ratings Agencies Start Losing Fraud Suits?* *Daily Finance*, 26. april 2010.

⁹⁶Jf. Nagy, Theresa: *Credit Rating Agencies and the First Amendment*, s. 148, og Field, Abigail: *Will the Teflon Ratings Agencies Start Losing Fraud Suits?*

I *Quinn v. McGraw-Hill Companies Inc* fandt the United States Court of Appeals, 7th Circuit, at skadelidte havde udvist (hvad der må formodes at svare til) egen skyld ved at have tillagt kreditvurderingen for stor betydning: *"While it is unfortunate that Quinn lost money, and we take him at his word that he would not have bought the bonds without the S&P "A" rating, any reliance he may have placed on that rating to reassure himself about the underlying soundness of the bonds was not reasonable."*⁹⁷

Ovenstående omhandlende amerikansk ret falder uden for nærværende speciales problemformulering, men da USA (så vidt vides) er det eneste land, der kan fremvise en "tradition" for søgsmål mod kreditvurderingsbureauerne, synes det relevant at redegøre i hvert fald i hovedtræk for resultatet af disse domsforhandlinger. Afgørende væsensforskelle mellem dansk og amerikansk ret gør naturligvis, at man ikke kan overføre hverken påstande eller afgørelser til dansk ret, men alene eksistensen af de mange søgsmål tyder på, at der for alvor er ved at samle sig en interesse for kreditvurderingsbureauernes virksomhed, der ellers har været underlagt en vis form for laissez-faire kontrol de sidste mange årtier.

II. DEL

- DEN RELEVANTE ERSTATNINGSRET

6. Ansvarsgrundlaget

6.1 Erstatning i eller udenfor kontrakt?

6.1.1 Kreditvurderingsbureauer og revisorer

Nærværende speciale begrænser sig som tidligere anført til spørgsmålet om, hvorvidt kreditvurderingsbureauerne er erstatningsansvarlige overfor den *investor*, der handler i tillid til deres ratings. I relation til ansvarsgrundlaget kompliseres dette spørgsmål af, at kreditvurderingsbureauernes kontrahenter umiddelbart er de selskaber, der betaler for at blive ratet eller få deres finansielle instrumenter ratet. Disse selskaber betaler og leverer relevant materiale til kreditvurderingsbureauerne, der til gengæld vurderer deres fremtidige betalingsevne og -vilje.

I amerikansk teori anføres det ofte, at kreditvurderingsbureauerne er *gatekeepers* i lighed med f.eks. revisorer, idet "obtaining a credit rating for a corporation has become a normal, unavoidable necessity".⁹⁸

⁹⁷ Jf., *Quinn v. McGraw-Hill Companies Inc.*, United States Court of Appeals, 7th Circuit, no. 97-3269 (1999).

⁹⁸ Langohr, Herwig og Patricia Langohr: *The Rating Agencies and Their Credit Ratings*, s. 255 og i samme retning Coffee Jr., John C.: *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, s. 2 og

Det er således et lovkrav, at et selskabs årsregnskab revideres af en revisor, der derved fungerer som gatekeeper for markedet, idet hans påtegning er nødvendig for det reviderede selskabs adgang til at operere på markedet. På samme måde er kreditvurderingsbureauernes rating af en virksomhed enten i kraft af et direkte lovkrav, som det på nogle områder er tilfældet i USA, eller i kraft af markedets forventninger en nødvendighed for den ratede virksomheds (eller mere udtalt det ratede finansielle instruments) adgang til markedet.

I USA er kreditvurderingsbureauernes quasiregulative rolle, som ovenfor antydtes, noget mere omfangsrig end i Danmark, hvor det, så vidt vides, kun er kapitaldækningsbekendtgørelsen, der "forankrer" bureauernes virksomhed i lovgivningen. Ikke desto mindre er sammenligningen med revisors virksomhed ganske velvalgt, såfremt der tages udgangspunkt i regnskabsrevisionen, som vel fortsat er revisors kerneydelse.

Revisor baserer sin revision på de kilder, der stilles til rådighed af klienten, og det er sidstnævnte, der er pålagt *pligten* til at afgive regnskab. Revisoren er således ikke medansvarlig for regnskabet, og han afgiver ingen garanti eller indestår for regnskabets rigtighed som objektiv størrelse. Han afgiver derimod en erklæring om, at regnskabet fremstår som korrekt på baggrund af en agtsom revision ud fra de til enhver tid gældende standarder. Det er således en *indsatsforpligtelse*, der påhviler revisor.⁹⁹

Den samme indsatsforpligtelse påhviler kreditvurderingsbureauerne, der på baggrund af de af klienten tilgængeliggjorte oplysninger leverer deres kreditvurdering. De garanterer således ikke, at deres klient f.eks. overholder sine betalingsforpligtelser, men de vurderer derimod, om det på baggrund af i realiteten objektivt konstaterbare præmisser er sandsynligt.

For at blive i gatekeeperterminologien er et af disses karaktertræk, at de besidder en vis mængde "reputational capital"; dvs. en vis troværdighed, som de har "opsparret" over en årrække. Fællestrækket for gatekeepere er, at de stiller deres omdømme på "højkant" ved blåstemplingen af en klients regnskab eller kreditvne.¹⁰⁰ Dette skal ikke forfølges yderligere her, men blot nævnes som et fælles træk mellem revisor og kreditvurderingsbureau.

Når det er relevant at inddrage revisorerers virksomhed på dette tidspunkt, skyldes det, at kreditvurderingsbureauer har levet et noget undseligt liv i dansk ret. Der findes (så vidt vides) ingen samlet fremstilling om emnet, der foreligger ingen retspraksis, og de er kun yderst sparsomt regulerede. Det er derfor nærliggende, i det omfang det er relevant, at trække nogle paralleller til andre aktører, hvis virksomhed på udvalgte områder kan sammenlignes med den, kreditvurderingsbureauerne udøver. I relation til ansvarsgrundlaget er revisorer interessan-

Kruck, Andreas: *Private Ratings, Public Regulations: Credit Rating Agencies and Global Financial Governance*, s. 67.

⁹⁹ Hjelmeng, Erling: *Revisors erstatningsansvar: En analyse av ansvarsnormen*, 2007, s. 6.

¹⁰⁰ Coffee Jr., John C.: *Gatekeepers*, s. 318.

te, idet *måden*, hvorpå de udøver deres virksomhed, som ovenfor anført, har mange lighedstræk med måden, hvorpå kreditvurderingsbureauerne udøver deres.

6.1.2 Hovedkontrahenterne: kreditvurderingsbureauet og kunden

Det grundlæggende spørgsmål, der må besvares, er, på hvilket ansvarsgrundlag kreditvurderingsbureauerne måtte blive erstatningsansvarlige for deres ratings.

Selvom sondringen måske ikke tillægges den store processuelle betydning i praksis,¹⁰¹ er der flere grunde til, at det indledningsvis må afklares, hvorvidt kreditvurderingsbureauernes ansvar skal kategoriseres som et ansvar inden for eller uden for kontrakt. Det er således bl.a. afgørende for: bevisbyrden, gyldigheden af ansvarsfraskrivelser, ansvaret over for tredjemand, adækvansbegrebet og tabsopgørelsen.¹⁰²

Culpanormen er for så vidt den samme i og uden for kontrakt, men da en kontrakt typisk vil indeholde en nærmere beskrivelse af realdebitors ydelsesforpligtelse, vil den i sagens natur også kunne bidrage med en indkredsning af de spørgsmål, som culpavurderingen skal anvendes på. Det er omvendt ikke tilfældet uden for kontrakt, hvor normerne for culpavurderingen må findes andetsteds.

Den konkrete sondring foretages ved at undersøge, hvorvidt kontrahenterne har haft mulighed for at forventningsafstemme karakteren af deres respektive ydelser. Inden for et kontraktuelt forhold vil aftalens parter have haft tilstrækkelig kontakt til, at de i hvert fald *burde* kunne have forudset et eventuelt unormalt forløb og dermed inkorporeret denne risiko i kontrakten f.eks. i form af bestemmelser om erstatningspligten. De har så at sige haft mulighed for at "handle" om risikoen for, at noget går galt¹⁰³.

I relation til revisorer vil det som udgangspunkt ikke volde problemer at klassificere ydelsen til *klienten* som leveret indenfor et kontraktsforhold, idet ydelsen leveres på baggrund af en konkret aftale mellem kontrahenterne, og der vil stort set undtagelsesfrit foreligge et aftalebrev e.l.

I tilfældet kreditvurderingsbureauer sondres der ganske vist mellem "solicited" og "unsolicited ratings"; førstnævnte er ratings, der foretages efter anmodning fra den ratede enhed, mens sidstnævnte er uopfordrede ratings, som ratingbureauerne foretager "arbitrært", men typeeksemplet på en rating finder sted på den ratede virksomheds anmodning, og kreditvurderingsbureauerne er generelt tilbageholdende med at anvende unsolicited ratings.¹⁰⁴

¹⁰¹ Som antydnet i Langsted, Lars Bo: *Rådgivning I: Det professionelle erstatningsansvar*, 2004, s. 130.

¹⁰² Ulfbeck, Vibe: *Erstatningsretlige grænseområder*, 2010, s. 16f.

¹⁰³ Jf., Eyben, Bo von og Helle Isager: *Lærebog i erstatningsret*, 2011, s. 26.

¹⁰⁴ Jf., Langohr, Herwig og Patricia Langohr: *The Rating Agencies and Their Credit Ratings*, s. 423f.

Langt størstedelen af alle ratings finder således sted efter aftale mellem ratingbureauet og den ratede virksomhed, hvorefter et eventuelt erstatningsansvar mellem *disse* kontrahenter må rubriceres som et spørgsmål om erstatning *indenfor* kontrakt.

6.1.2 Tredjemand: Investoren

Kreditvurderingsbureauernes ratings offentliggøres imidlertid efterfølgende på deres hjemmesider, hvor de er frit tilgængelige for investorer og andre interesserede. For at få adgang til de fulde ratingdatabaser skal man ganske vist oprettes som bruger, men dette er gratis og udelukkende betinget af, at man accepterer de respektive selskabers betingelser.¹⁰⁵

Dernæst opstår nødvendigvis spørgsmålet om, hvorledes dette forhold mellem kreditvurderingsbureauerne og den investor, der handler i tillid til deres ratings, skal kategoriseres.

Fastholdes parallellen til revisors godkendelse af et årsregnskabet, kan en investors handlen i tillid til en rating sammenlignes med tilfældet, hvor en vareleverandør rekvirerer et af en ekstern revisor påtegnet årsregnskab fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen med henblik på at vurdere, hvorvidt det vil være forsvarligt at levere varer på kredit til det reviderede selskab. I denne situation vil der ikke foreligge nogen aftale om ydelsesudveksling mellem revisor og vareleverandør, ligesom der ej heller foreligger nogen aftale mellem kreditvurderingsbureau og investor.

I denne situation befinder vi os således ikke inden for kontraktsrettens område, men derimod i *deliktretten*, hvor der ikke foreligger nogen forudgående kontakt eller forhandling mellem parterne.¹⁰⁶

Denne afgrænsning er ikke kun er akademisk interesse, men bliver relevant, idet der indenfor deliktretten ikke ligger nogen aftale til grund mellem parterne, der kan regulere deres gensidige ydelser og eventuelle misligholdelsesbeføjelser, såfremt ydelserne ikke lever op til det aftalte. I stedet må forholdet vurderes efter "de standardiserede handlenormer, man kan sætte til en person i den pågældende parts sted, uddannelse, erhverv med videre."¹⁰⁷

6.2 Professionsansvar

6.2.1 Culpavurderingen

Hovedreglen i dansk erstatningsret er, at en person kun ifalder erstatningsansvar uden for kontrakt, såfremt han har handlet culpøst. Dette indebærer, at der

¹⁰⁵ Proceduren er beskrevet per 31. oktober 2010, hvor jeg har oprettet en bruger på henholdsvis Moody's, S&P's og Fitch's hjemmesider.

¹⁰⁶ Jf., Langsted: *Rådgivning I*, s. 131, Hjelmeng: *Revisors erstatningsansvar*, s. 21 og Ulfbeck: *Erstatningsretlige grænseområder*, s. 15f.

¹⁰⁷ Jf., Langsted: *Rådgivning I*, s. 131.

indtræder ansvar for en skade forvoldt af en handling, der kan tilregnes skadevolderen som forsætlig eller uagtsom.¹⁰⁸

Skillelinjen mellem uagtsomhed og almindelig hændelighed giver i sagens natur anledning til en del kvaler, og flere teoretikere har på forskellig vis bidraget til at kaste lys over denne problemstilling. Udgangspunktet synes traditionelt at være, at man har handlet uagtsomt, såfremt man ikke har udvist den agtpågivenhed og omhu, som en "bonus pater familias" ville have udvist i den samme situation. Dette betyder ikke, at man nødvendigvis har handlet uagtsomt, selvom man ikke har udvist den *højst mulige* grad af agtpågivenhed¹⁰⁹, men derimod at man har handlet uagtsomt, såfremt man ikke har udvist den agtpågivenhed som "almindelige mennesker" ville have udvist i samme situation.

*"Ansvaret bør imidlertid ikke engang gennemføres overalt, hvor den handlende med den højeste Grad af Opmærksomhed kunde have indset, at Handlingen var uønskværdig. Det vilde ikke være muligt at presse det store Flertal af Mennesker til i alle Livsforhold at anvende den højeste Grad af Opmærksomhed. – I øvrigt vilde det heller ikke være ønskeligt at gøre Livet saa byrdefuldt, som det derved vilde blive. – Man maa derfor nedsætte Kravene og nøjes med det Maal af Opmærksomhed, som der er Haab om at faa praktiseret af Flertallet af Menneskene, saaledes at de gør det til Norm for deres Handlinger, selvom de ikke altid retter sig efter Normen."*¹¹⁰

Terminologien giver umiddelbart mening i relation til "hverdagens små dramaer"; hvordan ville en bonus pater familias som en slags menneskelig median have handlet, hvis et barn pludselig sprang ud foran hans bil. Ville han fortsætte ufortrødent og køre barnet over, fordi han var bange for at forårsage et harmonika-sammenstød, hvis han bremsede op, eller ville han foretage en undvigemanøvre og måske uforvarende komme til at ramme en cyklist, der kunne brække benet ved sammenstødet?

Mere problematisk er det at fastslå den "korrekte" handlemåde inden for erhvervsforhold. Det giver således ikke mening ufortrødent at overføre terminologien til en situation, hvor et kreditvurderingsbureau i sin gennemgang af et finansielt instrument som f.eks. en CDO, der involverer massive matematiske beregninger og økonomisk og juridisk ekspertise, glemmer et par bilag i forvirringen, og det senere viser sig, at disse bilag ville have resulteret i en ændring af ratingen fra AAA til C. Selv den allermest Jeopardy-vindende, veluddannede familiefar ville formentlig slet ikke have handlet i den situation, men derimod blot kløet sig lidt i nakken.

¹⁰⁸ Jf., Eyben og Isager: *Lærebog i erstatningsret*, s. 86.

¹⁰⁹ *Vir optimus*-standarden kendes (i en afart) bl.a. fra § 20, stk. 1, nr. 1 i lovbekendtgørelse nr. 24 af 21. januar 2009 om klage- og erstatningsadgang inden for sundhedsvæsenet, hvorefter erstatning ydes, hvis "det må antages, at en *erfaren specialist* [min kursivering] på det pågældende område under de i øvrigt givne forhold ville have handlet anderledes ved undersøgelse, behandling el.lign, hvorved skaden ville være undgået."

¹¹⁰ Henry Ussing: "Erstatningsret", 1962, s. 68f.

Det er i denne situation vigtigt at have for øje, at bonus pater familias som sammenligningsgrundlag ikke skal tages for bogstaveligt, selvom det kan være svært, når vi alle sammen har en forestilling om en familiefar som noget cardiganklædt, Citroën Berlingo-kørende og forstadshyggeligt.

Ved udfyldningen af den almindelige erstatningsregel, der henviser til, hvordan en "fornuftig" person ville have handlet, er det således værd at erindre, at den fornuftige person slet ikke ville indlade sig på en virksomhed, der krævede særlige kvalifikationer, såfremt han ikke var i besiddelse af dem.

Ved udøvelse af mange typer erhvervsvirksomhed (af størst interesse er for nærværende de liberale erhverv som f.eks. revisorer, advokater, ejendomsmæglere og naturligvis kreditvurderingsbureauer) er det nødvendigt at besidde særlige kvalifikationer, som er en forudsætning for at kunne præstere en tilfredsstillende præstation. Ved vurderingen af f.eks. revisors erstatningsansvar over for en tredjemand, der har ydet kredit på baggrund et mangelfuldt revideret årsregnskab, savner det således mening at forsøge at sammenligne revisors ydelse med den, en bonus pater familias ville have kunnet levere. I stedet for en "almindelig fornuftig person" må der anvendes en fornuftig person med de *fornødne kvalifikationer* som målestok for, hvorvidt den præsterede ydelse er uforsvarlig og dermed ansvarspådragende efter culpereglen.¹¹¹

Dette ansvar, som den særligt kvalificerede erhvervsudøver opererer under, kaldes gerne "professionsansvaret".¹¹²

Om man som Langsted vælger at kalde sammenligningsgrundlaget for en "bonus pater (altså ingen 'familias')"¹¹³ (for at distancere sig fra den stakkels, uvidende familiefader), som Jull Sørensen en "bonus pater professionalis"¹¹⁴, eller som Eyben og Isager bevidst forsøger at undlade at benytte sig af bonus pater-afledte begreber, er for nærværende ikke af afgørende betydning. Dét er til gengæld de normer, som udøverne af de liberale skal udfolde deres rådgivning og virksomhed indenfor for at undgå at blive gjort erstatningsansvarlige for deres handlinger.

Uanset om der er tale om en vis form for differentiering af culpanormen for en god familiefader og en rådgivende ingeniør, som antydtes af Ulfbeck,¹¹⁵ eller om den samme culpanorm er tilpas relativ til at kunne anvendes direkte i begge tilfælde, som anført af bl.a. Langsted¹¹⁶, er det fælles for de liberale erhverv, at de i flere tilfælde er forpligtede til at iagttage "god skik" indenfor deres respektive områder; enten fordi det er hjemlet i loven, eller fordi det følger af brancheetiske regler e.l.

¹¹¹ Jf., Gomard, Bernhard: *Moderne erstatningsret*, 2002, s. 39f.

¹¹² Se bl.a. Eyben og Isager: *Lærebog i erstatningsret*, s. 112, og omvendt kritisk over for terminologien: Langsted: *Rådgivning I*, s. 242f.

¹¹³ Langsted: *Rådgivning I*, s. 239ff.

¹¹⁴ Sørensen, Marie Jull: *God skik for juridisk rådgivning – en retlig standard*, 2011, s. 121.

¹¹⁵ Ulfbeck: *Erstatningsretlige grænseområder*, s. 30.

¹¹⁶ Langsted: *Rådgivning I*, s. 242.

6.2.2 Objektivisering af ansvaret

Et andet af professionsansvarets kendetegn er, at der kan spores en vis tendens til en objektivisering af det traditionelle culpaskøn. Traditionelt har culpavurderingen været toleddet, således at det først er relevant at afdække, hvorvidt 1) der objektivt set er handlet pligtstridigt, 2) hvorvidt den konkrete skadevolder har været i en situation, hvor det ikke kunne kræves, at netop dén person levede op til sine pligter.¹¹⁷ Dette sidste kriterium som afgørende for ansvaret kan altså betegnes som en slags psykologisk kriterium: *indså* eller *burde* den konkrete skadevolder have indset, at den foretagne handling var uforsvarlig?¹¹⁸

I den moderne erstatningsret ser man imidlertid ofte, at domstolene helt forkaster det psykologiske kriterium, og i stedet lader skadevolderen blive ansvarlig blot ved konstateringen af, at en handling har været pligtstridig. I stedet for at spørge: "handlede *skadevolder* uforsigtigt?", spørger den moderne dommer: "var skadevolders *handling* uforsigtig?"¹¹⁹. Det bliver således ikke skadevolders subjektive forhold, der kommer til at stå centralt i vurderingen, men skadevolders handling sammenholdt med den på området gældende norm.

Ved udfyldningen eller fastlæggelsen af denne norm kan domstolene læne sig op ad forskellige kilder. Det umiddelbart *mindst* problematiske er naturligvis, når der er handlet i strid med en offentligretlig norm, som det f.eks. var tilfældet i U.1997.1337 H. Her havde en ejendomsmægler medvirket til et hussalg uden på noget tidspunkt i processen at have oplyst køberne om, at det eksisterende realkreditlån i huset var et inkonvertibelt lån. Det var ubestridt, at ejendomsmægleren ikke selv havde været klar over, at lånet var inkonvertibelt, og i nogle af de indhentede oplysninger var det endog fejlagtigt anført, at lånet ikke var underlagt særlige indfrielsesvilkår, mens oplysningen blot ikke fremgik af de resterende. Det ville således have været muligt for ejendomsmægleren under visse besværligheder at have "fundet" oplysningen, men det blev aldrig aktuelt, hvorvidt ejendomsmægleren individuelt, konkret og personligt kunne bebrejdes ikke at have undersøgt sagen nærmere. Under henvisning til den dagældende bekendtgørelse om ejendomsmægleres virksomhed, der bestemte, at mægleren skulle oplyse om "særlige indfrielsesvilkår", fandt Højesteret ejendomsmægleren ansvarlig "allerede fordi oplysningen [om lånets inkonvertibilitet] fremgik af pantebrevet", hvorefter det ikke fandtes godtgjort, at "oplysningspligten ikke kunne være opfyldt."

Højesteret undlod i dette tilfælde helt at tage stilling til, hvorvidt der forelå subjektive omstændigheder, der kunne have medført, at ejendomsmægleren i *sin* situation ikke kunne dadles for ikke at have oplyst om lånets inkonvertibilitet. I stedet konkluderer retten blot, at der handlet pligtstridigt *og dermed erstatningsansvarligt*, idet mægleren ikke oplyste om de særlige indfrielsesvilkår. Da

¹¹⁷ Jf., Langsted: *Rådgivning I*, s. 265.

¹¹⁸ Jf., Ulfbeck: *Erstatningsretlige grænseområder*, s. 32.

¹¹⁹ Eyben og Isager udtrykker det lidt mindre elegant (hvis jeg skal sige det) i *Lærebog i erstatningsret*, s. 88f.

der således lægges vægt på de objektive kriterier og slet ikke skeles til de subjektive, tales der om en "objektivering" af ansvaret.

Som det erindres fra gennemgangen af den EU-retlige regulering af kreditvurderingsbureauernes virksomhed under afsnit 4.2 indeholder Forordning nr. 1060/2009 af 16. september 2009 en række krav til kreditvurderingsbureauernes løbende virksomhed. Disse krav kan siges at have karakter af en offentligretlig normfastsættelse og må derfor kunne sammenlignes med lovkodificerede god skik-standarder. Overtrædelsen af disse krav i forordningen er ganske vist ikke sanktionerede¹²⁰, men de må antages at ville blive lagt umiddelbart til grund af domstolene i forbindelse med en eventuelt erstatningssag, således at en manglende overholdelse af kravene umiddelbart må anses for culpøs i lyset af den ovenfor beskrevne objektiveringstendens, der kan spores i dansk ret.

Forordningens krav er imidlertid ganske bredt formulerede, og en stor del af dem drejer sig om krav til den organisatoriske opbygning af kreditvurderingsbureauernes virksomhed og kan på den måde sammenlignes med f.eks. corporate governance-anbefalinger, der i kraft af det område, de beskriver, sjældent vil være relevante at inddrage direkte i et erstatningssøgsmål.¹²¹

Spørgsmålet bliver dernæst, om domstolene har andre muligheder for at distillere de objektive krav, man kan stille til en erhvervsudøver, såfremt de ikke er direkte kodificerede i lovgivningen?

6.3 "God skik"

Der findes i lovgivningen en betydelig mængde bestemmelser om, at visse erhvervsudøvere skal iagttage god skik på deres respektive områder. Det følger f.eks. af retsplejelovens § 126, stk. 1, at "en advokat skal udvise en adfærd, der stemmer med god advokatskik", af revisorlovens § 16, stk. 1, at "revisor skal udføre opgaverne i overensstemmelse med god revisorskik" og af lov om finansiel virksomheds § 43, stk. 1, at "finansielle virksomheder og finansielle holdingvirksomheder skal drives i overensstemmelse med redelig forretningsskik og god praksis inden for virksomhedsområdet."

De forskellige henvisninger til "god skik" giver et væsentligt *bidrag* til ansvarsvurderingen efter culpareglen, og i relation til revisorlovens krav til overholdelse af god skik hedder det f.eks. i kommenteret revisorlov, at "den gode revisorskik må på dette området således fortsat antages at *udfylde* [min fremhævning] det erstatningsretlige culpakrav."¹²²

¹²⁰ Art. 36 bestemmer bl.a. at: "Medlemsstaterne fastsætter bestemmelser om sanktioner for overtrædelse af bestemmelserne i denne forordning og træffer alle nødvendige foranstaltninger til at sikre gennemførelsen heraf. Sanktionerne skal være effektive, stå i rimeligt forhold til overtrædelsen og have afskrækkende virkning."

¹²¹ Der er naturligvis en betragtelig forskel på den retskildemæssige værdi af corporate governance-anbefalinger og en forordning, og ovenstående bemærkning er kun møntet på selve emnefeltet, der ligger i periferien af, hvad der må forventes at være relevant for ansvarsvurderingen i forbindelse med et erstatningssøgsmål.

¹²² Jensen, Peter Kroglund, Lars Bo Langsted, Poul Erik Olsen og Niels Anker Ring: *Revisorloven med kommentarer*, 2009, s. 183.

En afvigelse fra god skik udgør således ikke i sig selv en culpøs adfærd, mens det omvendt forekommer usandsynligt, at en adfærd skulle være culpøs, såfremt der ikke samtidig er sket en afvigelse fra god skik. Dette synes i hvert fald forudsat af Højesteret i UfR 1978.653 H, hvor et flertal på ni dommere udtalte, at "Det må være en betingelse for at pålægge en revisor erstatningsansvar, at han i udførelsen af sit arbejde har handlet i strid med god revisorskik". I samme retning Jan Pedersen i "Skatte- og afgiftsstrafferet", s. 103:

"Centralt i uagtsomhedsvurderingen står normen for god rådgiverskik for det berørte fagområde. Er rådgiveren en revisor eller advokat, vil dette betyde, at kravene til god revisorskik eller advokatskik er af betydning. Udtalelser herom fra Revisorernes responsumudvalg eller Advokatrådet vil derfor have betydelig interesse, men er ikke bindende for domstolene. I praksis vil der dog næppe kunne pålægges ansvar, hvis den indhentede erklæring konkluderer, at den omhandlede adfærd ikke er i uoverensstemmelse med god rådgivningsskik. Omvendt vil en kritik af den omhandlede rådgivning ikke nødvendigvis være ansvarspådragende."

Ovenstående betyder ikke, at god skik er en statisk størrelse, der står nedfældet i en håndbog, som man kan slå op i og konstatere, hvorvidt en given adfærd vil kunne være ansvarspådragende. Selvom der på nogle områder findes nedskrevne definitioner af "god skik", er standarden en dynamisk størrelse, der kan ændre sig i kraft af retspraksis eller branchesædvaner.¹²³

Erstatningsregler, der bygger på krav om iagttagelse af god skik, er således en bemyndigelse¹²⁴ til domstolene til at vurdere, hvorvidt en given adfærd er culpøs.

Eksistensen af god skik-standarder er fælles for flere liberale erhverv, men da god skik som ovenfor anført er et dynamisk begreb, er standarderne ikke nedfældet i de love, der regulerer det relevante erhverv. Dette skyldes, at standarderne skal kunne tilpasses løbende, uden at der nødvendigvis samtidig skal ske ændringer i lovgivningen. Såfremt lovbestemmelserne præciserede god skik-standarderne, ville domstolene være bundet til disse ordlydsbestemmelser, selvom samfundsudviklingen måske havde overhalet dem for længst.¹²⁵

Mange standarder for god skik er i stedet kodificeret i forskellige bekendtgørelser, hvorefter den nærmere præcisering af god skik på disse områder foretages af de relevante ministerier, der har udarbejdet mere eller mindre detaljerede

¹²³ Jf., Gomard: *Moderne Erstatningsret*, s. 44: "Reglerne om god skik og lign. Holder en mulighed åben for en stadig udvikling og ændring af praksis. God skik må forstås som, hvad der nu er god skik. Rimelig og redelig god skik kan forstås som en sædvanlig eller dog faktisk eksisterende skik eller, hvor det findes påkaldet, som en fremgangsmåde, der er bedre end hvad der hidtil har været sædvanligt, og som bør være skik eller praksis i fremtiden og i almindelighed..."

¹²⁴ Jf., Gomard: *Moderne Erstatningsret*, s. 41.

¹²⁵ Jf., Jensen m.fl.: *Revisorloven med kommentarer*, s. 185.

udfyldninger af den generelle standard.¹²⁶

Er god skik således kodificeret på bekendtgørelsesniveau er domstolene på disse områder bundet af ordlyden i den forstand, at man måske nok kan forestille sig en situation, hvor der er handlet i strid med god skik, selvom handlingen ikke er omfattet af den relevante bekendtgørelse, mens det omvendt er svært at forestille sig, at domstolene skulle finde, at der *ikke* er handlet i strid med god skik, såfremt den relevante bekendtgørelses ordlyd findes overtrådt.

To iøjnefaldende undtagelser til denne forankring af god skik i bekendtgørelser udgøres imidlertid af god skik for advokater og revisorer.

Retsplejelovens § 126 bestemmer, at "en advokat skal udvise en adfærd, der stemmer med god advokatskik. Advokaten skal herunder udføre sit hverv grundigt, samvittighedsfuldt og i overensstemmelse med, hvad berettigede hensyn til klienternes tarv tilsiger. Sagerne skal fremmes med fornøden hurtighed."

Her indeholder loven en "ramme" inden for hvilken den gode skik skal udfyldes. Det fremgår således af Betænkning 871/1979 vedrørende revision af retsplejelovens afsnit om advokater, at "de konkrete bestemmelser om, hvad der skal anses for god advokatskik, forudsættes udfærdiget af advokatsamfundet. Da disse regler efter udvalgets forslag vil blive afgørende for, i hvilket omfang overtrædelse af god advokatskik sanktioneres med disciplinærstraf, vil det være nødvendigt, at de godkendes af justitsministeriet."¹²⁷

Den efterfølgende langvarige strid mellem Advokatsamfundet og Advokatnævnet om, hvem der udstikker retningslinjerne for god advokatskik skal ikke forfølges her,¹²⁸ hvor det blot skal konstateres, at Advokatrådet har udarbejdet de "Advokatetiske regler", der er et forsøg på at kodificere god skik-standarderne for advokater. Domstolene er ikke bundet af disse standarder, og det er omstridt, i hvilket omfang de bør lægges til grund ved domstolenes culpavurdering.¹²⁹ Ganske givet er det dog, at standarder udarbejdet af fremtrædende brancheorganisationer kan *bidrage* til udfyldelsen af domstolenes culpavurdering.

6.4 Soft law

Spørgsmålet er, om det er muligt at udlede nogen systematisk kodificering af god skik for kreditvurderingsbureauer, og i hvilket omfang domstolene i givet fald ville kunne forventes at inddrage en sådan god skik i deres culpavurdering.

¹²⁶ Som kuriosum kan nævnes, at forfatterne til *Revisorloven med kommentarer* (s. 185) er af den opfattelse, at "god skik egner sig heller ikke til systematisk at blive kodificeret i bekendtgørelser, som tilsvarende hurtigt kunne blive forældet." Det faktum, at der kom nye bekendtgørelser for god skik i finansielle virksomheder i 2006, to gange i 2007, i 2009 og igen i 2011 kunne i hvert fald tyde på, at embedsapparatet har travlt med opdateringerne.

¹²⁷ Jf., Betænkning vedrørende revision af retsplejelovens afsnit om advokater, nr. 871/1979, s. 59.

¹²⁸ Se i stedet Langsted: *Rådgivning I*, s. 312ff.

¹²⁹ Jf., Jull Sørensen: *God skik for juridisk rådgivning*, s. 79, hvor forfatteren har analyseret 75 domme vedrørende advokaters ansvar. Kun i tre tilfælde henviser retten direkte til de advokatetiske regler; det drejer sig som sagerne U.2005.3268 H, U 2006.429 H og U 2010.387 V.

Den eneste lovregulering af bureauerne i dansk ret findes som tidligere nævnt i Forordning nr. 1060/2009 om kreditvurderingsbureauer samt kapitaldækningsbekendtgørelsen, hvis § 17 bestemmer, at et kreditvurderings-bureau kun kan godkendes af Finanstilsynet (og dermed give kreditinstitutter mulighed for at benytte bureauets kreditvurdering til fastsættelse af en eksponerings risikovægt), såfremt kreditvurderingsbureauets kreditvurderings-metoder opfylder "kravene til objektivitet, uafhængighed, løbende kontrol og gennemsigtighed, samt at kreditvurderingerne opfylder kravene til troværdighed og gennemsigtighed", som er fastsat i bekendtgørelsens bilag 6.

Dette bilag opstiller en række betingelser for, at et kreditvurderingsbureau kan *godkendes* af Finanstilsynet; herunder krav om objektivitet, uafhængighed, løbende kontrol, gennemsigtighed og offentliggørelse, troværdighed, markedsaaccept, gennemsigtighed og offentliggørelse i relation til de individuelle kreditvurderinger og endelig nogle specifikke krav til kreditvurderinger af securitiseringspositioner. Disse bestemmelser opstiller som nævnt betingelserne for godkendelse og siger ikke så meget om bureauernes løbende virksomhed.

Det gør til gengæld forordning nr. 1060/2009, der er vedtaget med hjemmel i EF-traktatens art. 95 og umiddelbart gældende også i Danmark. Forordningen finder anvendelse på "kreditvurderinger, der udstedes af kreditvurderingsbureauer registreret i Fællesskabet, og som offentliggøres eller distribueres pr. abonnement," jf. art. 2, stk. 1.

Forordningen finder *ikke* anvendelse på

- a) private kreditvurderinger udstedt efter en individuel bestilling og udelukkende til den person, der afgav bestillingen, og som ikke er bestemt for offentliggørelse eller distribution pr. abonnement
- b) credit scores, credit scoring-systemer eller tilsvarende vurderinger, som knytter sig til forpligtelser opstået ved forbruger-, kommercielle eller industrielle relationer¹³⁰
- c) kreditvurderinger udstedt af eksportkreditagenturer, jf. punkt 1.3 i del 1 i bilag VI, i direktiv 2006/48/EF eller
- d) kreditvurderinger, som er udstedt af centralbankerne, og som: [...] ¹³¹

Forordningens artikel 4, stk. 1 bestemmer, at kreditinstitutter, investeringsselskaber, forsikringsselskaber, livsforsikringsselskaber, genforsikringsselskaber, investeringsinstitutter og arbejdsmarkedsrelaterede pensionskasser kun kan anvende kreditvurderinger i reguleringsøjemed, hvis vurderingerne er udstedt af kreditvurderingsbureauer, som er registreret i henhold til forordningen.

¹³⁰ "Credit scores" er ikke nærmere defineret i forordningens forarbejder, men begrebet må antages at dække over konkretiseringen af en persons eller virksomheds kreditværdighed; altså et indekseret tal, der opsummerer den aktuelle betalingsevne udledt på baggrund af historiske oplysninger f.eks. om personenes tidligere engagementer med sin bank e.l.

¹³¹ Art. 2, stk. 2, litra a-d.

Det er således "frivilligt", om kreditvurderingsbureauerne ønsker at blive registreret i henhold til forordningen (og dermed blive forpligtede til at overholde dens krav), men såfremt de ønsker, at deres ratings skal kunne anvendes af ovenstående virksomheder (herunder banker, der søger at afdække deres risikoeksponeringer), er de tvunget til at søge om registrering.

Forordningen omfatter kun kreditvurderingsbureauer, der er "registreret" i EU, men forordningens art. 4 åbner mulighed for, at også kreditvurderinger foretaget af bureauer i tredjelande kan lægges til grund af de regulerede aktører, såfremt ratingen "valideres" af et i henhold til forordningen reguleret kreditvurderingsbureau i overensstemmelse med forordningens bestemmelser herom.

6.4.1 Soft law-regulering af kreditvurderingsbureauerne

I forordningens præambel nr. 8 siges det:

"Kreditvurderingsbureauer bør på frivillig basis anvende adfærdskodeksen for kreditvurderingsbureauer (Code of Conduct Fundamentals for credit rating agencies), der er udstedt af International Organisation of Securities Commission¹³² ('IOSCO-kodeksen'). I en meddelelse fra Kommissionen fra 2006 om kreditvurderingsbureauer blev Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg ('CESR'), der er oprettet ved Kommissionens afgørelse 2009/77/EF, opfordret til at overvåge, hvorvidt IOSCO-kodeksen overholdes, og til en gang om året at rapportere herom til Kommissionen."

Det er altså ikke lovpligtigt for kreditvurderingsbureauerne at overholde IOSCO-kodeksen, og manglende overholdelse medfører ingen sanktioner mod bureauerne.

I den forstand "ligner" IOSCO-kodeksen rent juridisk en corporate governance-standard, som f.eks. den Komitéen for god selskabsledelse har udarbejdet i Danmark. Disse anbefalinger, der primært omhandler bestyrelseres sammensætning og arbejdsgange, er ikke indarbejdet i lovgivningen.

Det følger ganske vist af årsregnskabslovens § 107b, at en virksomhed, der har værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked i et EU/EØS-land, skal redegøre for, hvorvidt virksomheden er omfattet af en kodeks for virksomhedsledelse, men selve bestemmelsen pålægger altså kun en oplysnings- og ikke en efterlevelselsespligt.

Det følger yderligere af Nasdaq OMX Copenhagens "Regler for udstedere af aktier", at danske selskaber skal give en redegørelse for, hvorledes de forholder sig til de af Komitéen for god selskabsledelse udarbejdede anbefalinger for god selskabsledelse ud fra et "følg eller forklar ("comply or explain")-princip".¹³³

¹³² International Organisation of Securities Commission (IOSCO) er verdens største brancheforening for virksomheder, der regulerer securitymarkedet. Medlemmerne regulerer tilsammen 95% af verdens securitymarkeder.

¹³³ Jf., pkt. 4.3 i Nasdaq OMX Copenhagen A/S: *Regler for udstedere af aktier* af 1. oktober 2011.

Spørgsmålet er, hvorvidt et sæt vejledende standarder som IOSCO-kodeksen eller anbefalingerne for god selskabsledelse har betydning for et eventuelt ansvarsgrundlag. Ligeså lidt som virksomhederne er domstolene naturligvis heller ikke bundet af denne slags anbefalinger, der ikke er udarbejdet af lovgivningsmagten, men derimod af "private aktører".

Det må antages, at såfremt ophavsmændene til sådanne anbefalinger må formodes at have tilstrækkelig kapacitet, professionalisme og indsigt i den relevante branche, så vil domstolene kunne *inddrage* sådanne anbefalinger i deres culpavurdering. Gomard siger herom: "Der er på flere områder udarbejdet regelsæt om etik på forskellige områder, f.eks. i pengeinstitutter, i forsikrings-selskaber eller reklame. Sådanne regler har ikke samme karakter af retsregler, som god skik-regler i lovgivningen, men er anbefalinger fra interesserede og sagkyndige organisationer og myndigheder. *Anbefalingerne har imidlertid ofte god mulighed for at påvirke afgørelse af, hvad der er god skik, og anbefalingernes karakter kan herved i et vist omfang gradvis ændre sig fra soft law til rigtig judge made law* [min fremhævnin]."¹³⁴ Også Nørby-udvalget, der stod bag de første danske anbefalinger for god selskabsledelse, anfører i sin rapport, at sådanne anbefalinger "med tiden kan blive til egentlig lovgivning eller i det mindste få en bindende virkning som standard ved domstolene."¹³⁵

Der foreligger (så vidt vides) ingen danske afgørelser, hvor dommerne har henvist til "god selskabsledelse" i deres præmisser, men dette hænger formentlig sammen med, at det område, som anbefalingerne dækker, sjældent vil være relevant at inddrage i erstatningsspørgsmål, samt at mange af anbefalingerne i et vist omfang vil være udtryk for allerede gældende retsgrundsætninger.

Soft law-regulering som corporate governance-anbefalingerne og IOSCO-kodeksen kan således ikke siges at være en del af den objektiviseringstendens inden for professionsansvaret, som er beskrevet ovenfor. Det er således ikke i sig selv nok til at statuere et culpaansvar, at der er handlet i modstrid med en sådan anbefaling.

Set i lyset af hvor stor betydning domstolene dog synes at tillægge spørgsmålet om, hvorvidt der er handlet i strid med god skik, må det imidlertid antages, at også soft law-standarder vil have en betydning for culpavurderingen. I tilfælde hvor domstolen savner den nødvendige indsigt i det berørte fagområde til selv at turde eller kunne fastsætte rammerne for god skik, må allerede eksisterende retningslinjer udarbejdet af relevante brancheorganisationer forudses at blive inddraget i spørgsmålet om handlingens pligtstridighed. Såfremt et kreditvurderingsbureau ikke har overholdt en anbefaling i IOSCO-kodeksen, vil dommeren antageligt spørge, hvorfor standarden ikke er overholdt, hvilket i praksis vil kunne medføre en omvendt bevisbyrde i hvert fald i delspørgsmål, således at det vil være op til kreditvurderingsbureauet at godtgøre, at der er handlet forsvarligt, *selvom* IOSCO-kodeksen ikke er overholdt.

Anbefalinger fra en anerkendt brancheorganisation må således anses for at

¹³⁴ Gomard: *Moderne erstatningsret*, s. 42.

¹³⁵ Nørby-udvalgets rapport om *Corporate Governance i Danmark*, s. 44.

udgøre den gældende middelnorm på området. Det er naturligvis muligt at handle både "over" og "under" den median, som normerne tilsiger, men når normen foreligger og må antages at være udtryk for standarden på området, må det være op til den ansvarlige erhvervsudøver at tilrettelægge sit arbejde således, at det er i overensstemmelse med det, man kan forvente, og såfremt det ikke er, må det være op til erhvervsudøveren at godtgøre, at hans arbejde alligevel har været tilstrækkelig påpasseligt.

Bo von Eyben og Helle Isager behandler spørgsmålet kort og konkluderer, at bevisbyrden kan skifte "undervejs" [i retssagen må forstås], "idet skadelidte har fremført omstændigheder, der vel kan tyde på, at der var handlet culpøst, men uden at kunne føre 'fuldt' bevis herfor, hvorefter det påhviler skadevolderen at afkræfte den herved fremkomne formodning om culpa".¹³⁶

6.5 Rammerne for den nødvendige skønsudøvelse

Når et kreditvurderingsbureau foretager en kreditvurdering inddrages en række momenter og overvejelser i vurderingen, og det er vigtigt at holde sig for øje, at kreditvurderingsbureauet i modsætning til f.eks. en revisor, der godkender årsregnskabet og altså primært udtaler sig på baggrund af statiske kontroller af historiske data, inddrager *forventninger* til både markedet og den konkrete virksomhed i sine beregninger. Kreditvurderingen udtrykker som tidligere nævnt *sandsynligheden* for, at virksomheden *i fremtiden* vil misligholde sine betalingsforpligtelser. Den præcise vægt, hvormed historiske tal og fremtidige forventninger indgår i den enkelte kreditvurdering, er omfattet af bureauernes *metodologi*, og de præcise beregningsmodeller holder bureauerne tæt ind til kroppen. Det er dog, som ovenfor i pkt. 3.3 anført, ubestridt, at også ikke objektive konstaterbare momenter indgår i kreditvurderingen; herunder forventninger til markedet, ledelsens sammensætning o.l.

Et spørgsmål, der er beslægtet med det ovenfor gennemgåede vedrørende culpavurderingen, er, hvor vide rammer kreditvurderingsbureauernes (i sagens natur) nødvendige skønsudøvelse har, førend det bliver culpøst. Eller sagt på en anden måde: hvor meget skal kreditvurderingsbureauerne tage fejl, før de bliver erstatningsansvarlige?

Da baggrunden for en kreditvurdering ikke (udelukkende) er statiske informationer som regnskaber, cashflow, gældsforpligtelser, omsætning o.l., men derimod summen af sådanne statiske oplysninger og dynamiske input som f.eks. fremtidsforventninger, medkontrahtenters betalingsevne, efterspørgsels-situationen, valutakurser o.l., må den endelige kreditvurdering betegnes som *skønspræget*.

Som tidligere nævnt er spørgsmålet om kreditvurderingsbureauers ansvar ikke tidligere behandlet i dansk ret, hvorfor det er relevant at inddrage retspraksis og regulering inden for beslægtede brancher. I tilfældet skønsudøvelse synes det oplagt at inddrage retspraksis i relation til ejendomsrådgiveres erstatningsansvar for fejlagtige prisansættelser af ejendomme.

¹³⁶ Eyben og Isager: *Lærebog i erstatningsret*, s. 169.

I lighed med kreditvurderinger indeholder også denne vurdering et kraftigt skønselement. Når ejendomsmægleren skal vurdere en ejendom f.eks. med henblik på et forestående salg, er det således ikke tilstrækkeligt, at han inddrager historiske tal for ejendommen eller endog lignende ejendomme i området. Disse to oplysninger bør naturligvis indgå som et delelement af den samlede vurdering, men dertil kommer, at mægleren også bør inddrage f.eks. efterspørgselsituationen på det aktuelle marked, muligheden for at finansiere købet og "blødere" momenter som afstanden til den nærmeste skole, grønne områder o.l.

Spørgsmålet er (både i relation til kreditvurderingsbureauer og ejendomsmæglere), om et skøn i sig selv kan være så forkert at det alene af den grund, må anses for culpøst og dermed erstatningspådragende, eller om der tillige skal være handlet i modstrid med f.eks. god skik-standarder.

Dette spørgsmål var forelagt højesteret i UfR 1993.52 H. I denne sag havde en ejendomsmægler vurderet to ejendomme til i alt 2,3 millioner kroner, og ejendommene blev den 31. oktober 1988 solgt samlet til denne pris.

Den 23. april 1989 videresolgte køberen de to ejendomme på samme vilkår som den første handel, men til en pris på 3,4 millioner kroner.

I forbindelse med sagen blev der indhentet en syn og skøns-erklæring, hvori en anden ejendomsmægler vurderede ejendommene til at være 3,3 millioner kroner værd.

De oprindelige sælgere anlagde efterfølgende erstatningssag mod ejendomsmægleren med påstand om, at denne skulle tilkendes at betale de oprindelige sælgere et beløb på 1.000.000 kroner, som var differencen mellem den oprindelige salgspris og skønsmandens vurdering af ejendommene.

Til støtte for sin påstand anførte sagsøger: "Sagsøgtes urigtige prisfastsættelse må enten skyldes fejl eller forsømmelse med hensyn til tilvejebringelsen af grundlaget for bedømmelsen, et fejlskøn ved bedømmelsen af de indhentede oplysninger eller en kombination af disse faktorer", men spørgsmålet om, hvorvidt ejendomsmægleren konkret havde forsømt at indhente relevante dokumenter e.l., blev slet ikke berørt i sagen.

Landsretten fandt, at ejendomsmæglerens varetagelse af sin "kontraktsmæssige opgave som vurderingsmand og ejendomsmægler" ikke kunne begrunde et salær, hvorefter han tilpligtedes at tilbagebetale de 83.899,40 kr., som han allerede havde modtaget i salær. Landsretten fandt dog ikke mægleren erstatningsansvarlig for prisdifferencen på 1.000.000 kroner mellem hans vurderingspris og den af skønsmanden vurderede salgspris på 3,3 millioner kroner.

En enig Højesteret nåede (noget overraskende)¹³⁷ til et andet resultat i ankesa-

¹³⁷ Som anført i Jørgen Nørugaards kommentar til dommen i UfR 1993B.217 var den fremherskende opfattelse i både dansk og skandinavisk teori, at et evt. erstatningsansvar i forbindelse med ejendomsvurderinger (medmindre der var tale om "standardejendomme" som f.eks. rækkehuse og ejerlejligheder) måtte afhænge af, at der kunne påpeges konkrete fejl og mangler i mæglerens arbejde. Se således f.eks. Samuelsson, Morten: *Ejendomsmægleransvar*, 1990, s. 205f: "Efter min mening må ansvar være betinget af, at der kan peges på egentlige fejl og forsømmelser i selve det

gen. Her blev ejendomsmægleren fundet erstatningsansvarlig, og erstatningen blev skønsmæssigt fastsat til 500.000 kroner.

Højesteret medgav, at "enhver ejendomsvurdering [...] er behæftet med en vis usikkerhed", men at forskellen mellem sagsøgte og syns- og skønsmændens vurdering var "væsentlig" både relativt og absolut – *"Indstævntes vurdering findes herefter at afvige så væsentligt fra, hvad der må anses for en forsvarlig fagmæssig vurdering af ejendommenes handelspris, at indstævnte er ansvarlig for det tab, som appellanten må antages at have lidt ved salg af ejendommene i tillid til indstævntes vurdering."*

Det skal i relation til ovenstående bemærkes, at dommen blev afsagt før 1993,¹³⁸ hvor "lov om omsætning af fast ejendom" trådte i kraft. Af denne lovs § 24, stk. 2 kom det til at hedde: "Har forbrugeren i god tro handlet i tillid til rigtigheden af en værdiansættelse, og afviger denne væsentligt fra en korrekt værdiansættelse, har forbrugeren krav på rimelig godtgørelse af forskellen."¹³⁹

Selvom dommens resultat i dag følger direkte af lovgivningen, må den fortsat tages til indtægt for, at et skøn kan være så forkert, at det alene i kraft heraf må antages, at der er handlet culpøst. Det er i den forbindelse ikke en forudsætning, at der er handlet i modstrid med en egentlig god skik-regel, eller at der kan bevises egentlige og konkrete fejl i skadevolders arbejde, men det må dog forholde sig således, at skønnet skal være både absolut og relativt væsentligt forkert, og at denne vurdering må foretages med en bred margin og konkret fra sag til sag.

Ovennævnte afgørelse kan altså ikke tages til indtægt for, at man kan opstille en egentlig beløbsgrænse som ydergrænse for en korrekt værdiansættelse. Dette understøttes endvidere af Østre Landsrets afgørelse i UfR 2004.1439 Ø, hvor en ejendom i en bodelingsoverenskomst blev optaget til en værdi af 6.100.000 kroner på baggrund af to ejendomsmæglers vurderinger på henholdsvis 5.950.000 kroner og 6.250.000 kroner. Da manden et år senere solgte boligen for 10.000.000 kroner, anlagde hustruen en erstatningssag mod de to mæglere. Den udpegede syns- og skønsmænd vurderede ejendommen til 7.250.000, og det var differencen mellem dette beløb og den oprindelige værdiansættelse, hustruen krævede i erstatning; 1.000.000 kroner og altså nøjagtig samme størrelse "fejl-skøn" som i UfR 1993.52 H.

I dette tilfælde fandt retten dog ikke, at der var tale om "et markant værdispring i forhold til, hvad der i dette tilfælde må antages at udgøre ydergrænsen for en korrekt værdiansættelse". Denne konklusion baserede retten dels på ejendommens karakter af "udpræget liebhaverejendom", hvilket vanskeliggør en nøjagtig værdiansættelse, dels på at selv en "ikke ubetydelig nominel" forskel på de to værdiansættelser" ikke nødvendigvis gør skønnet "forkert", idet der må være plads til en ganske bred skønsmargin.

Baggrunden for ovenstående retstilstand er beskrevet i Betænkning nr. 1241 af

arbejde, der må ligge til grund for vurderingen. F.eks. hvis ejendomsmægleren har forsømt at indhente arealoplysninger, og derfor regner med et mindre areal end det faktiske."

¹³⁸ Dommen er afsagt den 18. november 1992, men først optaget i UfR året efter.

¹³⁹ Jf., Lov 1993-06-30 nr. 453 om omsætning af fast ejendom.

1992 om lov om omsætning af fast ejendom. Det er vigtigt at erindre, at bestemmelsen kun finder anvendelse overfor forbrugere, der ikke kan forventes at have den store indsigt i eller erfaring med værdiansættelser af fast ejendom. Det er derfor af særlig afgørende betydning, at "den usagkyndige [...] bør kunne fæste lid til rigtigheden af den professionelle informationer og indrette sin økonomi på dette grundlag."¹⁴⁰

Det er i øvrigt bemærkelsesværdigt, at lovgivningen indeholder en bestemmelse, der lader rådgiveren ifalde et erstatningsansvar, der ikke er afhængig af, hvorvidt der konkret er noget at bebrejde vedkommendes sagsbehandling. Udvalget bag betænkningen anfører da også, at reglen ikke skal anskues ud fra et culpaansvar, men derimod ud fra et "tilsikringsansvar":

*"Bestemmelsen beskytter den tillid og forventning til korrektheden, som private forbrugere med føje har i kraft af, at oplysningerne er af den nævnte karakter og hidrører fra en professionel erhvervsudøver på området. En sådan beskyttelse af en afgørende og rimelig forventning om korrekthed er i god overensstemmelse med dansk rets almindelige regler, hvorefter der ifaldes ansvar for tilsikring. Det karakteristiske for tilsikringsansvaret er netop, at det ifaldes, når der foreligger en objektivt konstaterbar mangel ved den præsterede ydelse uden hensyn til, om der er noget at bebrejde vedkommende. Tilsikringsansvar udløses typisk, når modtageren af en oplysning har behov for at kunne stole på dens rigtighed og ud fra en risikobetragtning har føje til at kunne indrette sig i tillid til dens rigtighed."*¹⁴¹

Som baggrund for reglen i § 24 synes ovenstående ræsonnement en smule cirkulært, hvis det tages til troende, at "det karakteristiske for tilsikringsansvaret er netop, at det ifaldes, når der foreligger en objektivt konstaterbar mangel ved den præsterede ydelse uden hensyn til, om der er noget at bebrejde vedkommende." Der er således heller ikke umiddelbart noget, der tyder på, at man ikke skulle kunne nå til resultatet ved at anlægge en almindelig culpavurdering. Det synes Højesteret således at have formået i den ovenfor refererede UfR 1993.52 H, hvor Højesteret netop fandt, at værdiansættelsen afveg "så væsentligt" fra en "forsvarlig fagmæssig vurdering", at der kunne statueres et ansvar; der er således ikke umiddelbart noget i præmisserne, der tyder på, at det skulle være gået op for Højesteret, at der var tale om en "tilsikring".

Spørgsmålet er nu, om ovenstående kan overføres til kreditvurderingsbranchen, hvor det med finanskrisen i baghovedet må siges at være af ganske afgørende betydning, hvorvidt kreditvurderingsbureauerne kan ifalde et ansvar alene på baggrund af "forkertheden" af deres skøn. For at illustrere problemets omfang henvises til nedenstående figur, der viser omfanget af "fallen angels" blandt ratede strukturerede finansielle securities. Ophavsmændene til tabellen definerer en "fallen angel" som et produkt, hvis rating er blevet nedjusteret med otte niveauer

¹⁴⁰ Jf., Betænkning om lov om omsætning af fast ejendom, nr. 1241/1992, s. 71.

¹⁴¹ Betænkning om lov om omsætning af fast ejendom, nr. 1241/1992, s. 71f.

eller mere.¹⁴² Det vil sige, at en AAA-rating er blevet nedjusteret til Baa2 (Moody's) / BBB (Fitch og S&P)-rating og så fremdeles. Tabellen går kun ned til Ba3, da denne rating ikke kan falde otte niveauer uden at måtte afskrives (være *in default*).

Fallen Angels, 1983–2008

	No.	%		No.	%
Initial credit rating:			Vintage:		
AAA	3,707	19	1983–96	171	1
Aa1	992	5	1997	58	0
Aa2	1,809	9	1998	113	1
Aa3	1,221	6	1999	153	1
A1	1,058	5	2000	140	1
A2	2,036	10	2001	170	1
A3	1,421	7	2002	318	2
Baa1	1,403	7	2003	304	2
Baa2	2,421	12	2004	405	2
Baa3	1,735	9	2005	842	4
Ba1	805	4	2006	3,127	16
Ba2	738	4	2007	5,404	28
Ba3	75	0	2008	8,216	42
Total	19,421	100	Total	19,421	100
Deal type:			Asset type:		
ABS	8,752	45	HEL closed-end		
RMBS	6,218	32	not high LTV	6,662	34
CDO	4,111	21	MBS first mortgage	6,037	31
Other	249	1	ABS CDO cash flow	1,729	9
CMBS	49	0	ABS CDO synthetic	1,318	7
PF	42	0	HEL closed-end		
Total	19,421	100	high LTV	813	4
			ABS CDO other	509	3
Total tranches	179,760		Fallen tranches	19,421	
Total deals	33,978		Fallen deals	3,879	

Note: ABS = asset-backed securities; CDO = collateralized debt obligation; CMBS = commercial mortgage-backed securities; HEL = home equity loan; LTV = loan to value; MBS = mortgage-backed securities; PF = public finance; RMBS = residential mortgage-backed securities.

FIGUR 6¹⁴³

Tabellen indbefatter, som nævnt, kun de trancher, der kan betegnes som "fallen angels"; altså de trancher, hvis rating er blevet nedjusteret otte niveauer eller mere. I perioden fra 1983 til 2008 var det i alt 11% af alle ratede trancher, der blev nedjusteret otte niveauer eller mere. Af disse nedjusteringer var oprindeligt 19% AAA-ratede, og 86% af alle "fallen angels" blev udstedt i perioden 2006–2008, hvor markedet for strukturerede finansielle produkter boomed.

Ovenstående tabel omhandler en bred vifte af forskellige typer securities, inddelt efter, hvilke referenceaktiver de bygger på. Det fremgår således af tabellen, at i

¹⁴² Benmelech, Efraim og Jennifer Dlugosz: *The Credit Rating Crisis*. NBER Macroeconomics Annual 2009, s. 179ff.

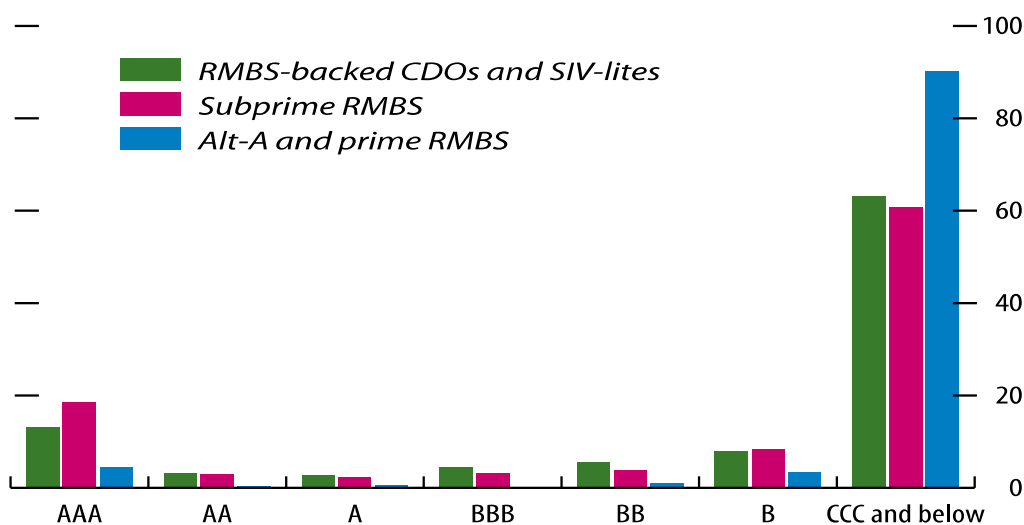
¹⁴³ Ibid.

alt 32% af de "fallen angels" var RMBS'er¹⁴⁴, hvoraf der igen findes mange forskellige typer afhængig af puljen af referenceaktiver. IMF har i sin *Global Financial Stability Report* fra oktober 2010 undersøgt, hvordan ratingen af specifikke typer RMBS'er udviklede sig.

Nedenstående grafik viser således, at langt over halvdelen af tre typer MBS'er, som udstedtes i perioden 2005-2007, og som blev ratet AAA af S&P, per 31. juli 2010 var blevet nedjusteret til en CCC-rating eller endnu lavere.

Figure 3.1. Ratings of AAA-Rated U.S. Mortgage-Related Securities

(In percent of S&P's originally rated 2005–07 issuance as of July 31, 2010)



FIGUR 7¹⁴⁵

Ovenstående grafik viser hvor stor en andel af RMBS'erne, der oprindeligt modtog en AAA-rating, og som efterfølgende er blevet nedjusteret. Som det fremgår af figur 3 defineres en AAA-kreditvurdering som "highest quality"; uden for securitymarkedet blev denne rating kun givet til visse stater som f.eks. USA (selv USA er i dag blevet nedgraderet) og Danmark og en lille håndfuld virksomheder¹⁴⁶, mens den blev givet til tusindevis af derivater. Det er bemærkelsesværdigt nok i sig selv, at så mange RMBS'er er blevet nedjusteret, men mest forbløffende er, hvor meget de er blevet nedjusteret. Alt under en BB-rating, betegnes som non-investment grade og en CCC-rating er, som det fremgår af figur 3 "vulnerable to default".

I modsætning til, hvad der gør sig gældende på boligmarkedet, er det imidlertid svært for ikke at sige umuligt at omregne differencen på skønnet værdi og fak-

¹⁴⁴ RMBS'er (eller *residential mortgage-backed securities*) er en delmængde af MBS'erne (*mortgage-backed securities*), som er beskrevet ovenfor i afsnit 2.2.

¹⁴⁵ IMF: *Global Financial Stability Report: Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity*, oktober 2010, s. 89.

¹⁴⁶ Per 2. august 2011 drejede det sig som *Automatic Data Processing, Exxon Mobil, Johnson & Johnson og Microsoft*, jf., Dash, Eric: *AAA Rating Is a Rarity in Business*. The New York Times, 2. august 2011.

tisk værdi, når man bevæger sig ind på området for kreditvurderinger. Dels sker en værdiansættelse af en bolig i kroner og ører, og dels er det forudsat (i både ejendomsmæglerloven og af domstolene), at det er muligt at finde den korrekte værdiansættelse.

En kreditvurdering er en udtalelse om risikoen for, at en debitor misligholder sine betalingsforpligtelser, og den siger således intet om den absolutte værdi af det ratede objekt, men derimod kun noget om den umiddelbare, relative værdi af en fordring. Hvis jeg låner 1.000 kr. af banken, vil en AAA-rating af engagementet blot betyde, at det er meget tæt på stensikkert, at banken vil få de 1.000 kroner plus renter tilbage. Hvis engagementet derimod rates CCC, betyder det, at det er meget *lidt* sandsynligt, at banken får sine penge igen, men forskellen er umuligt at gøre op i kroner og ører. Det må alligevel antages, at såfremt banken skal videreoverdrage sin fordring på mig til en anden kreditor, så vil det kunne ske til en højere kursværdi, såfremt begge parter kan være trygge ved, at jeg nok skal overholde mine betalingsforpligtelser. Selvom det således ikke er muligt at foretage en nøjagtig værdiansættelse af differencen mellem to ratings, må det dog fortsat formodes, at en uvildig syns- og skønsmand vil kunne udtale sig om "korrektheden" af en rating, og at en eventuel difference mellem de to ratings vil kunne fastsættes skønsmæssigt i forhold til det samlede tab. Dette synes også forudsat i ejendomsmæglerloven, hvor det er indrømmet, at § 24, stk. 6 giver forbrugeren ret til en *godtgørelse*, såfremt han eller hun har handlet i tillid til rigtigheden af en værdiansættelse, og denne afviger væsentligt fra en "korrekt værdiansættelse". Om baggrunden for terminologien udtalte udvalget:

"Udtrykket »godtgørelse« er valgt fremfor »erstatning« for at markere, at forbrugers krav udløses i kraft af skuffelsen af den rimelige forventning, som bør beskyttes, uden det er fornødent at tage stilling til, om der foreligger et sådant tab, som ud fra et culpasympunkt ville kunne forlanges erstattet."¹⁴⁷

Lignende overvejelser må kunne anføres til støtte for synspunktet om, at også en kreditvurdering kan være så forkert, at det i sig selv kan udgøre en culpøs adfærd – en godtgørelse for skuffede forventninger kræver naturligvis lovhjemmel, så en sådan godtgørelse vil ikke være aktuel i relation til kreditvurderingsbureauernes erstatningsansvar. Argumentationselementerne må vil dog kunne indgå i en argumentation for ansvar; også for kreditvurderingsbureauer.

Desuden skal det for god ordens skyld bemærkes, at ovenstående vedrørende ejendomsmæglervurderinger er møntet på *forbrugerforhold*.

Den erhvervsdrivendes interesser er således traditionelt mindre beskyttelsesværdige end forbrugers, når sidstnævnte indlader sig på et område, der klart må formodes at ligge udenfor hans umiddelbare kompetencer.

En professionel investor, der handler i tillid til en rating, der senere viser sig at være objektivt set "for høj", vil således antageligt få sværere ved at overbevise retten om, at han har fortjent en lige så omfangsrig beskyttelse som en forbruger. En objektivt set "for høj" rating vil således næppe i sig selv kunne medføre, at kreditvurderingsbureauet ifalder et erstatningsansvar overfor en investor, men

¹⁴⁷ Betænkning om lov om omsætning af fast ejendom, nr. 1241/1992, s. 72.

det kan i lighed med en overtrædelse af god skik-standarder være en faktor, der gør, at retten i højere grad vil være tilbøjelig til f.eks. at pålægge kreditvurderingsbureauet bevisbyrden for, at dets rating ikke var så afvigende fra en "fornuftig" rating, at det er ansvarspådragende.

I forbindelse med behandlingen af rammerne for den nødvendige skønsudøvelse skal afslutningsvis behandles spørgsmålet om, hvorvidt et forkert skøn kan "undskyldes" af uforudset begivenheder.

Stort set undtagelsesfrit *alle* markedets aktører blev "taget på sengen", da finanskrisen begyndte. Som det er beskrevet i afsnit 2, så fordampede likviditeten på alverdens finansmarkeder stort set "over night", og huspriserne, som mange af de strukturerede finansielle instrumenter var særdeles følsomme overfor, faldt både hurtigere og stejlere, end selv pessimisterne havde forestillet sig. Den hastige udvikling er naturligvis et af kendetegnende for en "boble", der springer, og selvom mange investorer og rådgivere formentlig burde have udvist lidt mere varsomhed med erfaringerne fra IT-boblen i nogenlunde frisk erindring, så *var* der stort set ingen, der havde set krisen nærme sig med den alvor og hastighed.

Selvom overraskelsesmomentet måske nok kan *forklare* diverse fejlskøn, så har vi Østre Landsrets ord for, at det ikke kan *undskyldes* dem. I den utrykte ØLD af 12/10 2011¹⁴⁸ var Jyske Bank sagsøgt af investoren "Dreamhaus ApS", der havde investeret ca. 1 million kroner i Hedeforeningen Jyske Invests nye afdeling *Jyske Invest Hedge Markedsneutral – Obligationer*, der var blevet introduceret på markedet i oktober 2007. Afdelingen spekulerede i rentespændet mellem forskellige obligationer (f.eks. mellem stats- og realkreditobligationer), der skulle handles på de optimale tidspunkter bl.a. under hensyn til tidligere erfaringer med kursudviklinger. For at optimere afkastet var investeringerne gearet op til 25 gange, og der investeredes i betydeligt omfang for lånte midler.

I forbindelse med en anden likviditetskrise i 1998 ("LTCM-krisen") var rentespændet mellem danske stats- og realkreditobligationer blevet udvidet med ca. 0,4 %. Henset hertil havde afdelingen struktureret sine investeringer således, at tålegrænsen for rentespændet var en udvidelse på maks. 1,0 %, hvorefter obligationer måtte sælges med store tab til følge.

Under finanskrisen i 2008 blev rentespændet udvidet med ca. 1,5 %, og salget af obligationerne blev nødvendiggjort, hvorved Dreamhaus ApS led et stort tab.

Selvom landsretten tilsyneladende medgiver, at der var tale om en overraskende udvikling, så fandt den ikke, at "finanskrisen i 2008 kan udelukke et ansvar for banken for den utilstrækkelige rådgivning", og Dreamhaus ApS fik medhold i sin (subsidiære) påstand om, at Jyske Bank skulle erstatte differencen på det investerede beløb og obligationernes kursværdi på datoen for domsafsigelsen.

7. Tabsopgørelse

Alene konstateringen af, at skadevolder har handlet culpøst, er ikke i sig selv tilstrækkeligt til, at vedkommende ifalder et erstatningsansvar. Det er således også en betingelse, at der skal være lidt et økonomisk tab, og at dette tab er en kausal

¹⁴⁸ Afsagt den 12. oktober 2011 af Østre Landsrets 14. afdeling, nr. B-2640-10.

og adækvat følge af skadevolders handlinger.¹⁴⁹

Spørgsmålet om kausalitet og adækvans vil blive behandlet nedenfor under afsnit 8, mens nærværende afsnit vil omhandle spørgsmålet, om investors tabsopgørelse ved eventuelt ansvarspådragende ratings.

7.1 Negativ kontraktsinteresse

Det er en grundlæggende retsregel i dansk ret, at skadelidte skal have erstattet sit fulde tab uden dog at opnå en berigelse (*compensatio lucri cum damno*).¹⁵⁰ Økonomisk set kan skadelidte altså kun forvente at få erstattet sit nettotab, og dette kan opgøres på flere måder.

Er skaden forvoldt inden for et kontraktsforhold, vil udgangspunktet være, at skadelidte skal erstattes sin *positive opfyldelsesinteresse*, hvilket indebærer, at skadelidte økonomisk set skal stilles som om, kontrakten var opfyldt korrekt og i henhold til aftalen. I relation til kreditvurderingsbureauer kan et kontraktansvar formentlig kun komme på tale over for kreditvurderingsbureauernes umiddelbare medkontrahenter, som i praksis vil være den virksomhed, der selv er blevet ratet, eller som har fået ratet et finansielt produkt, den har udstedt. Dette spørgsmål falder imidlertid uden for rammerne for nærværende speciale.

Som nævnt under afsnit 6.1 er kreditvurderingsbureauernes ansvar overfor tredjemand, der handler i tillid til en rating, et deliktsansvar, hvorefter skadelidte som udgangspunkt har krav på at få erstattet sin *negative kontraktsinteresse*, hvilket indebærer, at skadelidte økonomisk set skal stilles som om, skaden aldrig var sket.

I relation til kreditvurderingsbureauerne betyder dette, at såfremt en investor handler i tillid til kreditvurderingsbureauets AAA-rating af en virksomhed eller en security, der efterfølgende viser sig at være ratet alt for optimistisk, hvorved investor påføres et tab, har investor efterfølgende krav på økonomisk at blive stillet, som om han ikke havde foretaget investeringen.

En delikterstatning indebærer som ovenfor anført, at en skade "repareres". Det vil sige, at den skadelidte i første omgang har krav på at få dækket sine eventuelle kontraheringsomkostninger. Disse er dog som udgangspunkt ikke eksisterende (i hvert fald over for kreditvurderingsbureauet), idet kreditvurderingsbureauets ydelser i dag er baseret på "issuer pays" og ikke "subscriber pays"-princippet. Selve adgangen til bureauernes ratings er altså gratis for investor. Som ovenfor nævnt er tabsopgørelsen stort set uadskillelig fra kausalitetsspørgsmålet, og svaret på spørgsmålet om, hvorvidt investor vil have krav på at få dækket sine kontraheringsomkostninger med *andre* parter, afhænger af, hvorvidt denne del af hans tab kan tilskrives kreditvurderingsbureauets ansvarspådragende rating. Lad os antage, at A står med valget mellem at investere 1.000.000 kr. i AGF-aktier eller i Microsoft-aktier. For eksemplets skyld antages

¹⁴⁹ Jf., Eyben og Isager: *Lærebog i erstatningsret*, s. 23ff.

¹⁵⁰ Jf., Gomard, Bernhard: *Obligationsret, 2. del*, 2011, s. 240f.

det, at han udelukkende overvejer disse to muligheder, og at det, der bliver udslagsgivende for hans investering, er Microsofts AAA-rating. Fire dage efter, han har foretaget sit aktiekøb, går Microsoft i betalingsstandsning,¹⁵¹ og hans aktier er nu kun 200.000 kr. værd. Spørgsmålet er, om han i første omgang har ret til at få erstattet sine udgifter til selve investeringen; gebyr, administrationsomkostninger, depotudgifter m.m.

Her er det vigtigt at erindre, at skadelidte kun skal have erstatning for sit nettotab. I det konkrete eksempel var det således ikke et spørgsmål *om*, han skulle foretage en investering, men derimod et spørgsmål om *hvilken* investering. Hans udgifter i forbindelse med købet af Microsoft-aktier skulle således alligevel have været afholdt, hvis han havde erhvervet et andet parti aktier, og såmænd også hvis han *uden* kendskab til ratingen alligevel havde købt Microsoft-aktier.

”Selve” det påførte tab på 800.000 kr. skal vores uheldige investor som udgangspunkt have erstattet, idet han jo skal stilles som om, skaden ikke var indtrådt. Igen er det dog relevant at inddrage spørgsmålet om, hvad han ville have brugt pengene på, hvis han ikke havde handlet i tillid til ratingen. I dette tilfælde ville han have investeret i AGF-aktier. Hvis disse ved tabets indtræden fortsat havde samme kursværdi, må det antages, at investoren har ret til at få erstattet hele tabet på 800.000 kr. Havde han investeret i AGF-aktier, ville han således fortsat have en aktiebeholdning, der var 1.000.000 kr. værd. Var AGF-aktierne imidlertid faldet 50 kurspoint i værdi fra kurs 100 til kurs 50, ville han under alle omstændigheder have tabt i hvert fald 500.000 kr., og hans nettotab udgør således kun 300.000 kr.

Mere interessant bliver det, hvis AGF-aktierne i mellemtiden i stedet var steget 50 kurspoint. Så havde vores investor lige pludselig stået til at opnå en gevinst på 500.000 kr., såfremt han havde investeret i AGF. I dette tilfælde, hvor det kan lægges til grund, at den uheldige investor *ville* have investeret i AGF-aktier, såfremt kreditvurderingen af Microsoft havde været retvisende, og at han *aldrig* ville have købt Microsoft-aktier, såfremt de var ratet BBB, vil en opgørelse af den positive opfyldelsesinteresse og den negative kontraktsinteresse føre til samme resultat; et tab på 1.300.000 kr. Det er imidlertid uafklaret i retspraksis, hvorvidt tredjemand kan kræve et sådant tab erstattet.¹⁵²

Spørgsmålet behandles kort i dommen UfR 1982.595 H, hvor en leverandør havde foretaget vareleverancer på kredit til en virksomhed. Virksomhedens årsregnskab var påtegnet af revisor, men det viste sig efterfølgende, at der var optaget a conto fortjenester på igangværende arbejde i en udstrækning, der var i strid med den dagældende aktieselskabslov. Højesteret fandt selskabets direktør og revisor solidarisk ansvarlige for kreditors tab, men tilkendte ikke erstatning for mistet fortjeneste. Præmissernes ordlyd synes dog ikke at udelukke muligheden helt: ”... at der ikke er oplyst nogen særlig grund til at tillægge appellanten erstatning for mistet fortjeneste.” Om der skal foreligge konkrete omstændighe-

¹⁵¹ Eksemplet er ikke grebet ud af den blå luft: kreditvurderingsbureauerne opretholdt deres rating af Enron som ”investment grade” indtil fire dage før, selskabet i 2001 indgav konkursbegæring, jf. bl.a. Kettering, Kenneth C.: *Securitization and Its Discontents: The Dynamics of Financial Product Development*, Cardozo Law Review, vol. 29:4, 2008, s. 1674.

¹⁵² Jf., Ulfbeck: *Erstatningsretlige grænseområder*, s. 58.

der, der kan begrunde en erstatning for mistet fortjeneste, eller om Højesteret ikke mente, at det var tilstrækkeligt godtgjort, at denne del af tabet kunne tilregnes skadelidte, findes der ikke noget entydigt svar på i dommen.

Søren Halling-Overgaard tager dommen til indtægt for, at "der normalt ikke vil være belæg for at indrømme opfyldelsesinteresse, da der er tale om erstatningskrav udenfor kontrakt".¹⁵³

Vibe Ulfbeck synes dog at læse dommen som om, at resultatet i højere grad skyldtes, at "det ikke var gjort gældende, at leverandøren, fordi han leverede til den (nu) sagsøgte virksomhed, blev afskåret fra i stedet at levere til en anden aftager, hvor han ville have opnået fortjeneste."¹⁵⁴ Således skal dommen ikke tages til indtægt for, at et deliktsansvar automatisk afskærer skadelidte fra at få erstattet sin mistede fortjeneste, men derimod snarere opfattes som en illustration af, hvor svært det kan være at løfte bevisbyrden for, at der er årsagssammenhæng mellem den skadevoldende handling og eventuelle "afledte" tab.

I praksis står og falder tabsopgørelsen således med spørgsmålet om, hvorvidt der er årsagssammenhæng/kausaltet mellem den "forkerte" rating og det konstaterede tab. I praksis vil det som regel være endog ganske svært at isolere de konkrete momenter, der ansporer en investor til at træffe en bestemt beslutning. Dette problem vil blive berørt i det følgende.

8. Kausalitet

Som tidligere hævdet kan kreditvurderingsbureauets rolle sammenlignes med revisors, når sidstnævnte optræder som offentlighedens tillidsrepræsentant eller gatekeeper. Dette er udtalt tilfældet, hvor tredjemand baserer sit erstatningskrav på revisors påståede mangelfulde udførelse af sine revisionsopgaver; f.eks. påtegning af regnskab.

Det er således i vidt omfang de samme problemstillinger, der gør sig gældende i tilfældene, hvor en revisor f.eks. har påtegnet et årsregnskab, der er misvisende, hvilket påfører en kreditgiver eller leverandør et tab, og hvor et kreditvurderingsbureau f.eks. har AAA-ratet en subprime MBS, der måske rettelig burde have været ratet CCC.

I revisorens tilfælde må det dog imidlertid være givet, at f.eks. en leverandør ikke ville have leveret varer på kredit, såfremt revisorens påtegning havde været korrekt. Det tab, han vil være berettiget til at få erstattet, vil således skulle opgøres uden en eventuel avance, idet han skal stilles som om, leverancen slet ikke var foretaget. Hvis han også fik dækket sin avance, ville han få erstattet sin positive opfyldelsesinteresse.¹⁵⁵

I relation til kreditvurderingsbureauerne forekommer det dog en smule meningsløst at forsøge at adskille spørgsmålet om tabsopgørelse fra spørgsmålet om kausalitet.

¹⁵³ Halling-Overgaard, Søren: *Revisors erstatnings- og disciplinæransvar*, 2003, s. 292.

¹⁵⁴ Ulfbeck: *Erstatningsretlige grænseområder*, s. 115.

¹⁵⁵ Jf., Halling-Overgaard: *Revisors erstatnings- & disciplinæransvar*, s. 292.

Hvis man sætter det lidt på spidsen, leverer et kreditvurderingsbureau ikke en information, som man ikke selv ville kunne fremskaffe ved en koordineret vurdering af en virksomheds årsregnskaber, markedsdata, konjunkturforventninger, efterspørgselssituation o.l. Naturligvis besidder kreditvurderingsbureauet også en del interne oplysninger, som ikke vil være umiddelbart tilgængelige for den almindelige investor, men kreditvurderingen forsøger i virkeligheden at destillere en mere eller mindre velunderbygget spådom om fremtiden. Hvor det altså vil være relativt let for en vareleverandør at sandsynliggøre, at han ikke ville have leveret varer på kredit, såfremt kreditmodtagers revisor havde foretaget en korrekt revision af regnskaberne, forekommer det straks sværere for en investor at sandsynliggøre, at han slet ikke ville have investeret, såfremt kreditvurderingen havde været lavere.¹⁵⁶

Billedet forplumres yderligere af, at det må antages, at et CCC-ratet værdipapir typisk vil have en noget mindre anskaffelsesværdi og dermed et potentielt højere afkast. Investoren ville altså, såfremt han havde handlet på trods af en lavere rating, også have lidt et tilsvarende lavere eller endog slet intet tab.

Det første problem, der møder investoren, der gerne vil tilkendes erstatning for kreditvurderingsbureauets ukorrekte rating, er i denne forbindelse, at han skal kunne bevise, at *netop* den forkerte rating var udslagsgivende for eller i hvert fald tilstrækkeligt medvirkende til, at han valgte at foretage netop *den* tabsvoldende investering. Selv hvis vi lader de bevisbyrdemæssige problemer i den forbindelse hvile et øjeblik, så kan dette volde betydelige problemer i praksis.

Som nævnt under afsnit 3.1 så bidrager en rating til at mindske den informationsasymmetri, der hersker på de finansielle markeder. Selve ratingen udgør dog kun et begrænset bidrag til at lette den byrde, det må antages, påhviler de fleste investorer. Én ting er betalingssevnen, som i grove træk er det, kreditvurderingen opsummerer, men alene det, at f.eks. en given virksomhed umiddelbart ikke kan forventes at gå i betalingsstandsning, siger ikke ret meget om, hvorvidt det vil være en god investering at købe aktier i virksomheden. Der er masser af virksomheder, der overholder deres betalingsforpligtelser, men som alligevel oplever både store og små kursfald. Træffer investoren sin investeringsbeslutning *alene* på baggrund af kreditvurderingen, vil en domstol formentlig finde, at han har udvist tilpas megen egen skyld til eller i hvert fald accepteret risikoen i en sådan grad, at en eventuel erstatning bør bortfalde.¹⁵⁷

Der er lidt hjælp at hente ved at rette blikket mod bankers afgivelser af soliditetserklæringer. I lighed med kreditvurderingsbureauerne udtaler bankerne sig

¹⁵⁶ I USA vil offentligt regulerede investorer som f.eks. pensionskasser o.l. have væsentligt lettere ved at løfte denne del af bevisbyrden, idet de kun må investere i AAA-ratede værdipapirer. Denne konstellation kendes dog (så vidt vides) ikke fra Danmark.

¹⁵⁷ Spørgsmålet om egen skyld og accept af risiko behandles ofte tematisk *efter*, det er konstateret, at de øvrige ansvarsbetingelser, herunder kravet om årsagssammenhæng, er opfyldte. Det er dog de samme elementer som ved vurderingen af egen skyld, der her må anvendes i forbindelse med spørgsmålet om kausalitet.

som *professionelle* om en given (typisk persons) kreditværdighed. Dette misforhold mellem modtager og afgiver af soliditetserklæringen gør, at man som udgangspunkt skal udvise en væsentlig grad af egen skyld for at miste sin ret til erstatning med denne begrundelse; f.eks. hvis man har konkret kendskab til omstændigheder, der gør, at man har grund til at tvivle på soliditetserklæringens korrekthed. I dette tilfælde vil erklæringsmodtageren formentlig have fortabt sin mulighed for erstatning. Omvendt må man antages, at kunne lægge en soliditetserklæring relativt uprøvet til grund, såfremt man ikke aktivt bør have fået anledning til andet. Lennart Lyngge Andersen skriver således i en kommentar til afgørelsen UfR 1992.867 H, at: "*da denne [soliditetserklæringen] afgives af en professionel, giver det ikke anledning til større betænkeligheder at lægge den uprøvet eller dog forholdsvis uprøvet til grund, og der er ligeledes ikke større betænkeligheder ved at føre retssager om erstatningsansvar ved oplysninger, der må betegnes som åbenbart urigtige eller groft vildledende.*"¹⁵⁸ Denne opfattelse deles tilsyneladende også af Anders Stoltenberg.¹⁵⁹

Som udgangspunkt må det altså antages, at en investor relativt roligt kan handle i tillid til en kreditvurdering. I relation til soliditetserklæringer må ovenstående dog kun gøre sig gældende, såfremt erklæringen afgives "uden forbehold". Såfremt banken i erklæringen har taget forbehold for erklæringens rigtighed; f.eks. fordi den ikke har været i besiddelse af alle relevante oplysninger, vil erklæringsmodtageren formentlig findes at have udvist egen skyld, såfremt han ikke foretager yderligere undersøgelser af forholdene. Det samme må antages at gøre sig gældende i relation til kreditvurderingsbureauernes ratings. En AAA-rating må i dette tilfælde kunne sammenlignes med en soliditetserklæring afgivet uden forbehold, og en investor vil formentlig bedre kunne tillade sig at "stole" på en sådan end på en lavere rating, der i sig selv må antages at udgøre et forbehold.

Bankens eventuelle forbehold ved afgivelsen af en soliditetserklæring vedrører naturligvis i højere grad *selve* ydelsen og har derfor karakter af en slags opgavebegrænsning¹⁶⁰; typisk fordi det nødvendige materiale ikke har været tilgængeligt for banken. Kreditvurderingsbureauets "forbehold" kommer derimod til udtryk i selve ratingen. Fælles for begge typer udtalelser er dog fortsat, at såfremt der ikke tages et forbehold; enten i ordets egentlige juridiske betydning, som det vil være tilfældet for bankernes vedkommende, eller ved at tildele en lavere rating, så har afsenderen i begge tilfælde udtalt sig på en formodningsvis oplyst og tilstrækkelig baggrund. Derfor vil investoren altså i begge tilfælde i højere grad kunne handle i umiddelbar tillid til udtalelsen eller ratingen.

¹⁵⁸ Andersen, Lennart Lyngge: *Pengeinstitutternes soliditetsoplysninger - en kommentar til UfR 1992.867 H*, UfR 1992B.466.

¹⁵⁹ Jf., Stoltenberg, Anders: *Om pengeinstitutternes erstatningsansvar for soliditetsoplysninger*, UfR 1990B.232, s. 236.

¹⁶⁰ Da kreditvurderingsbureauernes ansvar over for investor vil være et deliktsansvar, er spørgsmålet om opgavebegrænsning ikke så aktuelt. Det er derimod i højere grad spørgsmålet om værdien af eventuelle ansvarsfraskrivelser. Dette spørgsmål vil blive behandlet nedenfor i afsnit 10.

9. Adækvans

En yderligere betingelse, der skal være opfyldt, når det *er* konstateret, at der er handlet culpøst, og at der *er* kausalitet mellem handlingen og skaden, men førend kreditvurderingsbureauerne kan pålægges et erstatningsansvar, er, at der skal være *adækvans* mellem deres offentliggørelse af en rating, og det deraf afledte tab hos investoren. Spørgsmålet om adækvans forveksles let med spørgsmålet om årsagssammenhæng, når der er tale om en "i periferien liggende skade",¹⁶¹ hvorfor adækvanskravet ofte defineres som et krav om, at skaden skal være en "påregnelig" følge af den skadevoldende handling.¹⁶²

I relation til spørgsmålet om kreditvurderingsbureauernes erstatningsansvar er det altså nødvendigt at overveje, hvorvidt det må anses for "påregneligt", at en rating ansporer investorerne til at foretage en given disposition. Denne diskussion synes kreditvurderingsbureauerne at forsøge at komme i forkøbet med angivelser som nedenstående i deres "terms of use":

*"Users of the information provided through this Web Site should not rely on any of it in making any investment decision."*¹⁶³

Ovenstående formulering ændrer dog ikke på, at kreditvurderingsbureauerne naturligvis i et vist omfang må forvente, at investorerne anvender deres ratings i forbindelse med investeringsbeslutningen. I lighed med hvad der gælder for bankers afgivelse af soliditetserklæringer, så kan der ikke være noget krav, om investoren positivt har givet udtryk for, at kreditvurderingen vil være af afgørende betydning for hans beslutning:

*"Hvad angår kravet om adækvans må det for pengeinstituttet ligge klart, at den vurdering, der kommer til udtryk i en soliditetsoplysning, ofte vil være afgørende for modtagerens beslutning om at yde kredit. Hvis de øvrige erstatningsretlige betingelser er opfyldt, vil kravet om fornøden adækvans som oftest også være opfyldt."*¹⁶⁴

Der er naturligvis den væsensforskel, at kunden *selv* retter henvendelse til banken med ønsket om udarbejdelsen af en soliditetserklæring, mens kreditvurderingsbureauerne på eget initiativ offentliggør deres ratings for offentligheden. Da udarbejdelsen af ratings er kreditvurderingsbureauernes kerneområde, vel i virkeligheden deres *raison d'être*, må kravet om påregnelighed i sagens natur antages at være opfyldt. Både i relation til den private investor, men i *særdeleshed* i relation til de institutionelle investorer som f.eks. i amerikansk lovgivning er forpligtede til at anvende ratings i forbindelse med deres investeringer, samt kreditinstitutter som i kraft af Basel II med hjemmel i loven kan lægge kreditvurderingsbureauernes ratings til grund ved opgørelsen af deres risikoeksponering.

¹⁶¹ Jf., Eyben og Isager: *Lærebog i erstatningsret*, s. 294.

¹⁶² *Ibid.*, s. 298.

¹⁶³ <http://www.moody.com/termsfuseinfo.aspx?lang=en&cy=global>

¹⁶⁴ Stoltenberg: *Om pengeinstitutters erstatningsansvar for soliditetsoplysninger*, UfR 1990B.232, s. 237.

10. Ansvarsfraskrivelser

I det følgende skal kort redegøres for, i hvilket omfang kreditvurderingsbureauernes eventuelle ansvarsfraskrivelsesklausuler bør tillægges nogen vægt i forbindelse med behandlingen af spørgsmålet om deres erstatningsansvar.

Som beskrevet under afsnit 6.1 er kreditvurderingsbureauernes eventuelle ansvar over for tredjemand (investoren, der handler i tillid til deres ratings) et deliktsansvar. Der foreligger således som udgangspunkt ingen aftale mellem kreditvurderingsbureauerne og dem, der benytter sig af deres ratings i forbindelse med beslutningen om at foretage en investering.

Spørgsmålet om ansvarsfraskrivelser i forholdet mellem kreditvurderingsbureauerne og deres medkontrahenter skal besvares på baggrund af den konkrete aftale mellem parterne og falder dermed uden for emnet for denne opgave.

Den letteste måde at få adgang til kreditvurderingsbureauernes ratings er ved at besøge deres hjemmesider. Når man registrerer sig som bruger, accepterer man (som det så ofte er tilfældet på internettet) deres "terms and conditions". Hvis man kigger nærmere på dem (men hvem gør egentlig det i disse tider?), forledes man næsten til at tro, at kreditvurderingsbureauerne selv er klar over deres fejlbarlighed.

Standard & Poor's "terms of use" siger bl.a.:

"Standard & Poor's assumes no obligation to update any information following publication. Users of the information provided through this Web Site should not rely on any of it in making any investment decision. Standard & Poor's opinions and analyses do not address the suitability of any security. Standard & Poor's does not act as a fiduciary or an investment advisor. While Standard & Poor's has obtained information from sources it believes to be reliable, Standard & Poor's does not perform an audit and undertakes no duty of due diligence or independent verification of any information it receives."

[...]

"In no event shall Standard & Poor's, its affiliates or their third party providers and their directors, officers, shareholders, employees or agents be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs) in connection with any use of such information even if advised of the possibility of such damages."¹⁶⁵

Moody's "terms of use" er tæt på identiske,¹⁶⁶ og Fitch's er også skåret over sam-

¹⁶⁵ <http://www.standardandpoors.com/terms-of-use/en/us/>

¹⁶⁶ <http://www.moody.com/termsfuseinfo.aspx?lang=en&cy=global>

me skabelon.¹⁶⁷

Det mest iøjnefaldende må i øvrigt være denne godbid af en sætning: "*Users of the information provided through this Web Site should not rely on any of it in making any investment decision.*" – Hvad skal man så bruge oplysningerne til? Det skal jeg dog ikke gøre mig mere lystig over her, men i stedet rette blikket imod den mulige betydning af det samlede budskab.

Hvor teori og praksis i hvert fald i et vist omfang synes at tillægge ansvarsfraskrivelse i kontraktsforhold en vis betydning, så kan det samme ikke siges at gøre sig gældende i relation til tredjemand. En ansvarsfraskrivelse i en kontrakt forekommer også mere meningsfuld, hvis den kombineres med en afgrænsning af ydelsen, mens en hel generel ansvarsfraskrivelse alene i sig selv¹⁶⁸, men i særdeleshed over for en tredjemand også ganske umiddelbart synes urimelig.¹⁶⁹ Der vil således næppe være grundlag for at antage, at det faktum, at man accepterer visse betingelser for at få adgang til kreditvurderingsbureauernes ratings uden at have mulighed for at indgå i en reel dialog om indholdet heraf, ikke kan føre til, at ens forhold til kreditvurderingsbureauet må betegnes som kontraktuel. Antageligt allerede fordi der ikke er tale om gensidigt bebyrdende aftale.

Fastholder man den ovenfor introducerede sammenligning af kreditvurderingsbureauernes virksomhed med revisors, når de begge optræder i rollen som offentlighedens tillidsrepræsentanter eller gatekeepers, hvilket kreditvurderingsbureauer i hvert fald på områder, hvor deres virksomhed er direkte sanktioneret eller forudsat i lovgivningen, må fastholdes at gøre, synes det også uantageligt, at revisor ved at påstemple årsregnskabet en helt generel ansvarsfraskrivelse skulle være fritaget for ansvar over for den tredjemand, der f.eks. yder en kredit til det reviderede firma.

Et område, der tematisk er beslægtet med den type kreditvurderinger, nærværende opgave omhandler, er pengeinstitutters afgivelse af soliditetsoplysninger. Der er naturligvis den forskel, at pengeinstitutternes oplysninger baserer sig på objektivt konstaterbare forhold, og at deres soliditetsvurdering er et øjebliksbillede, der altså ikke inddrager nogle fremtidsforventninger. Alligevel er denne type erklæringer interessante, idet de beskæftiger sig med samme emne.

I relation til ansvarsfraskrivelse er det værd at bemærke, at de fleste pengeinstitutter i forbindelse med afgivelse af soliditetsoplysninger anvender en formular, hvorpå er trykt "i fortrolighed og uden ansvar".¹⁷⁰ Dette har ikke afholdt både Højesteret og Østre Landsret fra at finde pengeinstituttet, der afgav oplysningerne, erstatningsansvarlige for disses manglende korrekthed. I hverken UfR 1984.687 Ø eller UfR 1987.101 H så meget som overvejede domstolene betyd-

¹⁶⁷ <http://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/terms-of-use.jsp>

¹⁶⁸ Jf., bl.a. Gomard: *Obligationsret, 2. del*, s. 313ff.

¹⁶⁹ Jf. bl.a. Ulfbeck, Vibe: *Kontraktens relativitet – det direkte ansvar i formueretten*, 2000, s. 197 og Langsted: *Rådgivning I*, s. 153 m. note 65.

¹⁷⁰ Jf., Stoltenberg: *Om pengeinstitutters erstatningsansvar for soliditetsoplysninger*, UfR 1990B.232, s. 3.

ningen af ansvarsfraskrivelsen – og det var vel at mærke i et ubestridt kontraktforhold.

Sammenfattende må det altså ikke antages, at kreditvurderingsbureauernes ansvarsfraskrivelse kan tillægges noget selvstændigt indhold, der ikke allerede følger af de almindelige erstatningsretlige regler om bl.a. skadelidtes egen skyld eller adækvansbetragtninger.

11. Processuelle problemer

Hvor ovenstående er et forsøg på en nogenlunde fyldestgørende analyse af de erstatningsretlige spørgsmål, der opstår i relation til kreditvurderingsbureauerne eventuelle erstatningsansvar, så synes det hensigtsmæssigt at forsøge at identificere et par af de praktiske problemer, der nødvendigvis vil opstå i forbindelse med et søgsmål imod kreditvurderingsinstitutterne.

11.1 Bevisbyrde

11.1.1 Ansvarsgrundlaget

Udgangspunktet er, at det påhviler skadelidte at løfte bevisbyrden for, at skadevolderen har handlet culpøst.¹⁷¹ Domstolene har som allerede nævnt mulighed for i praksis at pålægge skadevolderen et såkaldt præsumptionsansvar, hvor det på baggrund af konkrete omstændigheder findes rimeligt, at lade det være op til skadevolder at godtgøre, at hans handling *ikke* har været culpøs. Dette vil f.eks. navnlig kunne tænkes at blive tilfældet, hvis skadelidte godtgør, at der er handlet i strid med specifikke fagets standarder. I relation til ansvarsgrundlaget er det altså afgørende, at skadelidte kan påvise, at kreditvurderingsbureauernes konkrete adfærd må antages at stride imod de principper en gennemsnitsudøver af deres erhverv bør efterleve. Dette kan vise sig ganske svært i praksis; især hvis stridens kerne er en kreditvurdering af et komplekst struktureret finansielt instrument. Selvom Forordning (EF) 1060/2009 bestemmer, at et kreditvurderingsbureau skal fremlægge: "metoder og beskrivelser af modeller og vigtigste udgangshypoteser såsom matematiske eller korrelationsmæssige hypoteser, som anvendes i forbindelse med kreditvurderingsaktiviteter samt væsentlige ændringer heraf",¹⁷² så vil sådanne matematiske modeller som oftest være så komplicerede, at de færreste vil have mulighed for at efterprøve deres meritter. Når dertil kommer, at moderne finansielle instrumenter som f.eks. CDO'er består af indtil flere tusinde referenceaktiver, så må de færreste investorer antages at have ressourcer til at foretage en efterprøvning af kreditvurderingsbureauernes metodologi.

På baggrund af ovenstående må de antages, at de fleste søgsmål i stedet vil forsøge at bebrejde kreditvurderingsbureauerne, at de har handlet i strid med bedre vidende ved at offentliggøre oppustede ratings; altså en slags bedrageribetraktning, eller simpelthen i lighed med UfR 1993.52 H, der vedrørte en ejen-

¹⁷¹ Jf., Eyben og Isager: *Lærebog i erstatningsret*, s. 121.

¹⁷² Jf., Forordning (EF) nr. 1060/2009, bilag 1, afsnit E, pkt. 1.5, jf. art. 11, stk. 1.

domsmæglers værdiansættelse af en ejendom, anføre, at kreditvurderingsbureauets rating var *så* forkert, at det i sig selv må være culpøst.

11.1.2 Kausalitet

Et andet afgørende bevisbyrdemæssigt problem må antages at bestå i skadelidtes mulighed for at godtgøre den fornødne årsagssammenhæng mellem kreditvurderingen og det påståede tab. Spørgsmålet er berørt tidligere, hvor det fremgår, at kreditvurderingen typisk vil være én medvirkende faktor blandt mange ved investeringsbeslutningen. Skadelidte skal altså godtgøre, at han ikke ville have foretaget den tabsvoldende investering, hvis kreditvurderingen havde været korrekt. Det kan således ikke antages, at danske domstole nødvendigvis vil tage skadelidte "på ordet", som det var tilfældet i den amerikanske sag *Quinn v. McGraw-Hill Companies Inc.*¹⁷³

Da denne vurdering må afhænge af en konkret vurdering, der inddrager alle de momenter, der må antages i den konkrete sag at have været af betydning for investeringsbeslutningen, er det svært at indkredse nogle generelle tendenser i domstolenes behandling af spørgsmålet, der har været behandlet i relation til soliditetserklæringer. Overordnet kan dog siges, at jo mere positiv og forbeholdsfri oplysning, der afgives, desto mere afgørende for beslutningen må den *umiddelbart* antages at være.

12. Konklusion

Siden 1909, hvor John Moody udgav *Moody's Analyses of Railroad Investments*, er der sket ganske meget på kreditvurderingsområdet. Moody's omsatte i 2009 for 1,8 mia. dollars, havde 1.126 ansatte, og havde indtil dette år ratet i alt 424.410 obligationsudstedelser, jf. figur 8.

Data from Form NRSRO for 2009 for Moody's, Standard & Poor's, and Fitch

	<i>Moody's</i>	<i>Standard & Poor's</i>	<i>Fitch</i>
Number of analyst employees:			
Credit analysts	1,126	1,081	1,057.5
Credit analyst supervisors	126	228	305
Number of bond issues rated of:			
Financial institutions	84,773	47,300	83,649
Insurance companies	6,277	6,600	4,797
Corporate issuers	31,126	26,900	14,757
Asset-backed securities	109,281	198,200	77,480
Government securities	192,953	976,000	491,264

¹⁷³ Se ovenfor under afsnit 4.3.2 og *Quinn v. McGraw-Hill Companies Inc.*, United States Court of Appeals, 7th Circuit, no. 97-3269 (1999).

En stor del af de ratede enheder bestod af trancher af MBS'er, CDO'er o.l.; altså uhyre komplicerede finansielle instrumenter, som ganske få investorer for alvor forstod mekanikken bag. Disse nyopfindelser inden for strukturerede finansielle instrumenter udgjorde et marked, der omsatte for milliarder af dollars, og viste sig at udgøre en systemisk risiko for hele verdensøkonomien, da ejendomsboblen bristede i 2007 og 2008. På dette tidspunkt var 60% af alle globale strukturerede finansielle produkter ratet AAA.¹⁷⁵

En undersøgelse fra 2009 viser, at ud af en prøve på 3.912 trancher, hvoraf omkring 70% var AAA-ratede, var den gennemsnitlige rating af referenceaktiverne kun B.¹⁷⁶

Hvordan det kunne lade sig gøre at kreere og afsætte denne type strukturerede finansielle produkter, er imidlertid ikke et spørgsmål, der kan eller skal besvares i et juridisk speciale.

Det skal til gengæld spørgsmålet om, hvorvidt det er muligt at anlægge en erstatningssag mod de kreditvurderingsbureauer, der (uanset hvem man spørger) var en afgørende faktor for, at det kunne gå så vidt, at hele verdensøkonomien kunne mærke det, da markedet kollapsede.

De centrale erstatningsretlige spørgsmål er i den forbindelse forsøgt besvaret i ovenstående, og jeg skal her blot kort opsummere:

De nødvendige stop på vejen til, at kreditvurderingsbureauet kan ifalde et erstatningsansvar, er mange. Først og fremmest skal der tages stilling til ansvarsgrundlaget. Som beskrevet i afsnit 6 er kreditvurderingsbureauerne ansvar over for den tabspåførte investor et deliktsansvar. Der er således ingen kontraktuel ramme indenfor hvilken, kravene til kreditvurderingsbureauernes ydelse er defineret. Disse krav skal altså udledes på baggrund af en normativ vurdering af, hvad der kan forventes af et pligttopfyldende kreditvurderingsbureau.

Et bidrag til denne vurdering kan findes i EU's forordning nr. 1060/2009 om kreditvurderingsbureauernes virksomhed. Finder domstolen, at forordningens forskrifter i det konkrete tilfælde ikke er efterlevet af kreditvurderingsbureauet, vil dette som *udgangspunkt* i sig selv være tilstrækkeligt til at konkludere, at der er handlet culpøst. Forordningen indeholder dog primært krav rettet mod kreditvurderingsbureauernes organisation og oplysningspligt. En overtrædelse af forskrifterne behøver således ikke at have påvirket den konkrete rating i en sådan grad, at det bliver culpøst, og i lighed med selskabsrettens corporate governance-anbefalinger, så gør forordningens emnekreds, at der antageligt sjældent vil være grundlag for at inddrage den i forbindelse med et erstatningsspørgsmål.

¹⁷⁴ White, Lawrence J.: *The Credit Rating Agencies*. Journal of Economic Perspectives, vol. 24, no. 2, Spring 2010, s. 216f.

¹⁷⁵ Jf. Pagano, Marco og Paolo Volpin: *Credit Rating Failures and Policy Options*. Paper presented at the 50th Panel Meeting of *Economic Policy* in Tilburg, september 2009, s. 5.

¹⁷⁶ Jf., Benmelech, Efraim og Jennifer Dlugosz: *The Alchemy of CDO Credit Ratings*. Journal of Monetary Economics, vol. 56(5), juli 2009, s. 15.

Et andet bidrag til vurderingen af kravene til kreditvurderingsbureauerne kan hentes i IOSCO-kodeksen for god adfærd for kreditvurderingsbureauerne. Denne kodeks har imidlertid karakter af soft law, og er derfor ikke bindende for domstolene. Det må dog antages, at såfremt kreditvurderingsbureauet har handlet i strid med kodeksen, så vil domstolen være tilbøjelig til at pålægge bureauet et præsumptionsansvar, hvorefter bevisbyrden vil vendes, således at bureauet og ikke den skadelidte investor vil skulle løfte bevisbyrden for, at den konkrete afvigelse fra kodeksen var sagligt begrundet og derfor ikke culpøs.

Endelig vil domstolene formentlig have mulighed for helt at springe over de nærmere momenter i culpavurderingen og så at sige starte "bagfra" ved at konkludere, at en given kreditvurdering har været så meget "for" høj, at det *i sig selv* må anses for culpøs; uagtet at kreditvurderingsbureauet i øvrigt har handlet i overensstemmelse med god skik. I relation til ejendomsmægler værdiansættelse af en ejendom har Højesteret i UfR 1993.52 H foretaget denne manøvre, og der er ikke umiddelbart grund til at antage, at noget tilsvarende ikke ville kunne ske inden for kreditvurderingsområdet.

Når spørgsmålet om selve ansvarsgrundlaget er besvaret, møder den skadelidte investor endnu et par forhindringer. Han skal således godtgøre, dels at han har lidt et tab, og dels at der er årsagsforbindelse mellem dette tab og kreditvurderingsbureauets rating. I relation til kausalitetskravet er det centrale spørgsmål, i hvilket omfang den konkrete rating må antages at have været afgørende for investorens beslutning om at investere i netop *den* tabsvoldende obligation. I lighed med hvad der gælder på området for bankers afgivelse af soliditetserklæringer, så må det antages, at en kreditvurdering *isoleret* set som udgangspunkt altid vil blive opfattet som tilstrækkeligt incitament til at foretage en given investering. I praksis vil det dog kun ganske sjældent ske, at kreditvurderingen optræder helt isoleret fra andre påvirkninger. Har investoren således overvejet muligheden af andre investeringer og måske endda drøftet spørgsmålet med sin investeringsrådgiver, så må spørgsmålet om eksistensen af den fornødne årsagsammenhæng ventes at blive besvaret af domstolene på baggrund af de helt konkrete omstændigheder.

Såfremt det lægges til grund, at der *er* kausalitet mellem kreditvurdering og tab, så vil spørgsmålet om tabets størrelse antageligt volde færre problemer at besvare. Det bemærkes dog, at investor som udgangspunkt kun efter ganske særlige omstændigheder vil have krav på evt. mistet fortjeneste som følge af den tabsvoldende investering, jf. princippet i UfR 1982.595 H, som er omtalt i afsnit 7.1.

Det må i øvrigt forventes, at domstolene vil fastsætte en eventuel erstatnings skønsmæssigt. Dels på baggrund af tvivlsspørgsmål vedrørende ratingens værdi omregnet til kroner og ører, og dels på baggrund af at skadelidte som regel må antages at findes at have udvist en eller anden grad af egen skyld eller i hvert fald risikoaccept ved at have handlet på baggrund af ratingen alene.

Successen af et erstatningssøgsmål mod kreditvurderingsbureauerne afhænger ikke alene af ovenstående ganske omfattende betingelser, men vanskeliggøres tillige af en række processuelle problemer, som må antages at medføre, at en eventuel erstatningssag må forventes at blive både overordentlig ressourcekrævende og langtrukken; ikke alene på grund af de konkrete bevisbyrdeproblemer,

men tillige grundet de finansielle markeders struktur, der vanskeliggør besvarelsen af spørgsmålene om både værneting og lovvalg.

Samlet set forekommer det altså ikke ganske uforståeligt, at både danske og udenlandske investorer i lang tid har tøvet med at anlægge erstatningssager mod kreditvurderingsbureauerne. Dette hænger ikke alene sammen med strukturelle forhindringer, som det f.eks. har været tilfældet i USA i mange årtier, men tillige at kreditvurderingsbureauernes rolle på markedet for strukturerede finansielle produkter på trods af sin afgørende betydning er svær at danne sig det fulde overblik over. Som det er tilfældet med så mange andre "prøvesager", må det dog forventes, at såfremt en investor (i første omgang i USA) skulle have held med sit forehavende og rent faktisk vinde en erstatningssag mod et eller flere af de store kreditvurderingsbureauer, så vil mange flere følge trop, og det kan henses til de eksorbitante størrelser af de involverede pengesummer vise sig at blive en overordentlig dyr affære for kreditvurderingsbureauerne.

Nærværende speciale har altså ikke besvaret spørgsmålet, om hvordan og hvorledes finansmarkederne pludselig oplevede et krak, hvis omfang fortsat stadig ikke er fuldt fastslået, men det skulle gerne have besvaret spørgsmålet om, hvorvidt en erstatningssag mod kreditvurderingsbureauerne anlagt i Danmark og undergivet dansk ret vil forventes at ville forløbe. Det er imidlertid fortsat vigtigt at erindre, at spørgsmålet i vidt omfang er søgt besvaret med udgangspunkt i retspraksis fra beslægtede retsområder, da kreditvurderingsbureauernes virksomhed er overordentligt sparsomt beskrevet i både teori og retspraksis.

I bedste populærakademiske stil vil jeg i øvrigt tillade mig at runde af med et citat af Alan Blinder, der er professor i økonomi ved Princeton Universitet:

"Part of the answer [på spørgsmålet om, hvorfor finanskrisen fik lov at eskalere] is that the securities, especially the now-notorious C.D.O.'s, for collateralized debt obligations, were probably too complex for anyone's good.... Investors placed too much faith in the rating agencies — which, to put it mildly, failed to get it right. It is tempting to take the rating agencies out for a public whipping. But it is more constructive to ask how the rating system might be improved. That's a tough question because of another serious incentive problem. Under the current system, the rating agencies are hired and paid by the issuers of the very securities they rate — which creates an obvious potential conflict of interest. If I proposed that students pay me directly for grading their work, my dean would be outraged. Yet that's exactly how securities are rated."¹⁷⁷

¹⁷⁷ Blinder, Alan: *Six Fingers of Blame in the Mortgage Mess*. The New York Times, 30. september 2007.

Litteraturliste

Bøger

Coffee Jr., John C.: *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*.
Oxford University Press, 2006.

Eyben, Bo von og Helle Isager: *Lærebog i erstatningsret*.
Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 7. udg., 2011.

Gomard, Bernhard: *Moderne erstatningsret*.
Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2002.

Gomard, Bernhard: *Obligationsret, 2. del*.
Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 4. udg., 2011.

Halling-Overgaard, Søren: *Revisors erstatnings- og disciplinæransvar*.
Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2. udg., 2003.

Hjelmeng, Erling: *Revisors erstatningsansvar: En analyse av ansvarsnormen*.
Fagbokfori, 2007.

Jensen, Peter Krogslund, Lars Bo Langsted, Poul Erik Olsen og Niels Anker Ring:
Revisorloven med kommentarer.
Thomson Reuters, 4. udg., 2009.

Kruck, Andreas: *Private Ratings, Public Regulations: Credit Rating Agencies and
Global Financial Governance*.
Palgrave Macmillan, 2011.

Langohr, Herwig og Patricia Langohr: *The Rating Agencies and Their Credit Rat-
ings*.
John Wiley & Sons Ltd., 2008.
Langsted, Lars Bo: *Rådgivning I: Det professionelle erstatningsansvar*.
Thomson, 2004.

Pedersen, Jan: *Skatte- og afgiftsstrafferet*.
Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 3. udg., 2009.

Samuelsson, Morten: *Ejendomsrådgiveransvar*.
Erhvervsforlaget, 1990.

Servigny, Arnaud De og Olivier Renault: *Standard & Poor's Measuring and Mana-
ging Credit Risk*.
The McGraw-Hill Companies, Inc, 2004.

Sørensen, Marie Jull: *God skik for juridisk rådgivning – en retlig standard*.
Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2011.

Ulfbeck, Vibe: *Kontraktens relativitet – det direkte ansvar i formueretten*.
Thomson - GadJura, 2000.

Ulfbeck, Vibe: *Erstatningsretlige grænseområder*.
Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2.udg., 2010.

Ussing, Henry: *Erstatningsret*.
Juristforbundets Forlag, 1962.

Østrup, Finn: *Det finansielle system*.
Thomson Reuters, 2010.

Tidsskrifter og andre medier

Andersen, Lennart Lyng: *Pengeinstitutters soliditetsoplysninger – en kommentar til UfR 1992.867 H*.
UfR 1992B.466.

BBC News: *ECB moves to help banking sector*.
BBC News, Business, 9. august 2007.

BBC News: *US government rescues insurer AIG*.
BBC News, Business, 17. september 2008.

BBC News: *House backs \$700bn bail-out plan*.
BBC News, Business, 3. oktober 2008.

BBC News: *Timeline: Credit crunch to downturn*.
BBC News, Business, 7. august 2009.

CBS News: *Market Closes On Worst Year Since 1931*.
CBS News, Business. 17. februar 2010.

Benmelech, Efraim og Jennifer Dlugosz: *The Credit Rating Crisis*.
NBER Macroeconomics Annual 2009, s. 161ff.

Benmelech, Efraim og Jennifer Dlugosz: *The Alchemy of CDO Credit Ratings*.
Journal of Monetary Economics, vol. 56(5), juli 2009, s. 617ff.

Blinder, Alan: *Six Fingers of Blame in the Mortgage Mess*.
The New York Times, 30. september 2007.

Boyd, Sebastian: *BNP Paribas Freezes Funds as Loan Losses Roil Markets*.
Bloomberg, 9. august 2007. Tilgængelig gennem <http://www.bloomberg.com>.

Coffee Jr., John C.: *Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*.
Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies, Working Paper No. 237, september 2003.

Daley, James: *It's official: eurozone collapses into its first recession.*
The Independent, Business, 15. november 2008.

Dash, Eric: *AAA Rating Is a Rarity in Business.*
The New York Times, 2. august 2011.

Elliott, Larry, David Teather og Jill Treanor: *Credit crunch consequences: three years after the crisis, what's changed?*
The Guardian, 8. august 2010.

Feisenthal, Mark og Lilla Zuill: *AIG gets \$150 billion government bailout; posts huge loss.*
Reuters, 10. november 2008.

Field, Abigail: *Will the Teflon Ratings Agencies Start Losing Fraud Suits?*
Daily Finance, 26. april 2010.

Frandsen, Tue Ravnhold og Anne Kaas Hammer: *Derivater og dokumentationen bag.*
RR 2.2010.62

Freeman, Lisbeth: *Who's Guarding the Gate? Credit-Rating Agency Liability as "Control Person" in the Subprime Credit Crisis.*
Vermont Law Review, vol. 33:585, s. 585ff.

Guha, Krishna m.fl.: *US takes control of Fannie and Freddie.*
Financial Times, Financials, 7. september 2008.

Kettering, Kenneth C.: *Securitization and Its Discontents: The Dynamics of Financial Product Development.*
Cardoza Law Review, vol. 29:4, 2008, s. 1553ff.

Kouwe, Zachery og Dan Slater: *2 Bear Sterns Fund Leaders Are Acquitted.*
The New York Times, 10. november 2009.

Labaton, Stephen: *In Rescue to Stabilize Lending, U.S. Takes Over Mortgage Finance Titans.*
The New York Times, 7. september 2008.

Lowenstein, Roger: *Triple-A Failure.*
The New York Times, 27. april 2008.

Mason, Joseph R. og Joshua Rosner: *Where Did the Risk Go? How Misapplied Bond Ratings Cause Mortgage Backed Securities and Collateralized Debt Obligation Market Disruptions.*
Social Science Research Network (SSRN): <http://papers.ssrn.com>, maj 2007.

Milmo, Dan; *Shares sink as US recession confirmed.*

The Guardian, Business, 2. december 2008.

Nagy, Theresa: *Credit Rating Agencies and the First Amendment: Applying Constitutional Journalistic Protections to Subprime Mortgage Litigation.*

Minnesota Law Review, vol. 94:140, 2009.

Nørgaard, Jørgen: *Højesterets dom af 18. November 1992.*

UfR 1993B.217

Pagano, Marco og Paolo Volpin: *Credit Rating Failures and Policy Options.*

Paper presented at the 50th Panel Meeting of *Economic Policy* in Tilburg, september 2009.

Partnoy, Frank: *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies.*

Washington University Law Quarterly, vol. 77, no. 3, 1999, s. 619ff.

Partnoy, Frank: *The Paradox of Credit Ratings.*

University of San Diego, Law and Economics Research Paper No. 20, 2001.

Partnoy, Frank: *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers.*

University of San Diego, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper no. 07-46, maj 2006.

Partnoy, Frank m.fl.: *Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective.*

Council of Institutional Investors: <http://www.cii.org>, april 2009.

PBS: *PBS Newshour*, 13. februar 1996.

Transskription: <http://www.pbs.org/newshour/gergen/friedman.html>

Ritzau/AFP: *Moody's: Hele Europa er truet af gældskrise.*

Information: <http://www.information.dk>, 28. november 2011.

Salmon, Felix: *Recipe for Disaster: The Formula That Killed Wall Street.*

Wired Magazine, issue 17.03.

Sinclair, Timothy J.: *Passing Judgement: Credit Rating Processes as Regulatory Mechanisms of Governance in the Emerging World Order.*

Centre for International and Strategic Studies, Occasional Paper Number 20, november 1993.

Stoltenberg, Anders: *Om pengeinstitutters erstatningsansvar for soliditetsoplysninger.*

UfR 1990B.232

Stout, Lynn A.: *Regulate OTC Derivatives by Deregulating Them.*

Banking & Finance, Fall 2009, s. 30ff.

White, Lawrence J.: *The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis*.

New York University, Center for Law and Business, Working Paper #CLB-01-001, 20. april, 2001.

White, Lawrence J.: *The Credit Rating Agencies: Understanding Their Central Role in the Subprime Debacle of 2007-2008*.

Social Science Research Network (SSRN): <http://papers.ssrn.com>, august 2009

White, Lawrence J.: *The Credit Rating Agencies*.

Journal of Economic Perspectives, vol. 24, no. 2, Spring 2010, s. 211ff.

Rapporter, betænkninger m.m.

Betænkning om lov om omsætning af fast ejendom, nr. 1241/1992.

Betænkning vedrørende revision af retsplejelovens afsnit om advokater, nr. 871/1979.

Børsmæglerforeningen: *Kreditkrisen* (baggrundsnotat)

Børsmæglerforeningen, 6. marts 2008

EU-Kommissionen: *Forslag til europa-parlamentets og rådets forordning om kreditvurderingsbureauer*.

KOM(2008)704, 12. november 2008.

Felton, Andrew and Carmen Reinhart (red.): *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*.

Centre for Economic Policy Research (CEPR), 2008.

International Labour Organisation: *World of Work Report 2009: The Global Jobs Crisis and Beyond*.

International Institute for Labour Studies, 2009.

International Monetary Fund (IMF): *Global Financial Stability Report: Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risk*.

IMF, april 2009.

International Monetary Fund (IMF): *Global Financial Stability Report: Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity*.

IMF, oktober 2010.

International Monetary Fund (IMF): *Global Financial Stability Report: Grappling with Crisis Legacies (Summary Version)*.

IMF, september 2011.

Lehman Brothers: *The Lehman Brothers Guide to Exotic Credit Derivatives*.

Incisive Risk Waters Group. 2003.

Nasdaq OMX Copenhagen A/S: *Regler for udstedere af aktier*.
1. oktober 2011.

Nørby-udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark: Anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark.
Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, 2001.

Standard & Poor: *Standard & Poor's guide to Credit Rating Essentials: What Are Credit Ratings and How Do They Work?*
Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P), 2011.

The Financial Crisis Inquiry Commission: *The Financial Crisis Inquiry Report – Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*.
The Financial Crisis Inquiry Commission, januar 2011.

The J.P. Morgan Guide to Credit Derivatives.

The National Bureau of Economic Research: *Determination of the December 2007 Peak in Economic Activity*.
The National Bureau of Economic Research (NBER), december 2008.

The Staff to the Senate Committee on Governmental Affairs: *Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs*.
The Staff to the Senate Committee on Governmental Affairs, 8. oktober 2002.

United States Securities and Exchange Commission: *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*.
United States Securities and Exchange Commission, juli 2008.

Internetadresser

www.bbc.co.uk

www.cii.org

www.finanstilsynet.dk

www.fitchratings.com

www.imf.org

www.moody.com

www.pbs.org

www.senate.gov

www.ssrn.com

www.standardandpoors.com

Domsregister

Danske domme

UfR 1978.653 H

UfR 1982.595 H

UfR 1984.687 Ø

UfR 1987.101 H

UfR 1992.867 H

UfR 1993.52 H

UfR 2004.1439 Ø

Utrykt Østre Landsretsdom af 12. oktober 2011. Østre Landsrets 14. afdeling, nr. B-2640-10.

Amerikanske domme

California Public Employees' Retirement Systems v. Moody's Corp et al, Superior Court of California, San Francisco County, No. 09-490241, s. 1f.

In re Moody's Corp. Sec. Litig., No. 1:07-cv-8375-SWK (S.D.N.Y. Sept. 26, 2007)

Indiana Laborers Pension Fund v. Fimalac S.A., No. 1:08-cv-05994-SAS (S.D.N.Y. July 1, 2008)

Louisiana Municipal Police Employees Retirement System v. McDaniel, No. 1:08-cv-09323-SWK (S.D.N.Y. Oct. 30, 2008)

New York Times Co. v. Sullivan, 376 U.S. 254 (1964)

Quinn v. McGraw-Hill Companies Inc., United States Court of Appeals, 7th Circuit, no. 97-3269 (1999).