

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**BONITETNE AGENCIJE IN DRŽAVNE BONITETNE OCENE
V ČASU EVROPSKE DOLŽNIŠKE KRIZE**

Ljubljana, maj 2014

KRISTINA CRNADAK

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisana Kristina Crnadak, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtorica diplomskega dela z naslovom Bonitetne agencije in državne bonitetne ocene v času evropske dolžniške krize, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem doc. dr. Matejem Marinčem.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorski in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
 - poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v diplomskem delu, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
 - pridobila vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisala;
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku (Ur. l. RS, št. 55/2008 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega diplomskega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne 14.5.2014

Podpis avtorice: _____

KAZALO

UVOD	1
1 ORGANIZIRANOST BONITETNEGA TRGA IN NJEGOVE POMANJKLJIVOSTI	2
1.1 Funkcije bonitetnih agencij	3
1.2 Način delovanja bonitetnih agencij	3
1.2.1 Nenaročena in naročena bonitetna ocena	4
1.2.2 Bonitetna lestvica	4
1.2.3 Kazalci sprememb bonitetnih ocen	5
1.2.4 Uporaba bonitetnih ocen	6
1.2.5 Bonitetna ocena države	7
1.2.6 Postopek bonitetnega ocenjevanja države	7
1.2.7 Kakovost bonitetnih ocen	8
1.3 Pomanjkljivosti bonitetnih agencij	9
1.3.1 Pomanjkanje konkurence	10
1.3.2 Navzkrižja interesov	10
1.3.3 Pomanjkanje preglednosti	11
1.3.4 Zgoščenost bonitetnih agencij na ameriških tleh	11
1.3.5 Pomanjkanje odgovornosti	12
2 ODZIV BONITETNIH AGENCIJ V ČASU EVROPSKE DOLŽNIŠKE KRIZE ..	12
2.1 Primer Grčije	13
2.2 Primer Irske	14
2.3 Primer Slovenije	15
3 PREDLOGI IN IZZIVI IZBOLJŠANJA DELOVANJA BONITETNIH AGENCIJ	16

3.1	Ustanovitev novih bonitetnih agencij	16
3.1.1	Evropska bonitetna agencija.....	16
3.1.2	Neprofitna bonitetna agencija	17
3.2	Sprememba regulacije bonitetnih agencij v EU	17
3.3	Povečanje konkurence	18
3.4	Vzpostavitev poslovnega modela »vlagatelj plača«	19
3.5	Zmanjšanje zanašanja na bonitetne ocene	19
3.6	Povečanje odgovornosti bonitetnih agencij	20
	SKLEP.....	20
	LITERATURA IN VIRI.....	22
	PRILOGE	

UVOD

Od začetka finančne krize leta 2007 so bonitetne agencije prišle pod drobnogled javnosti. Bonitetne agencije naj bi predstavljale eno od glavnih varoval finančnega trga, vendar svoje naloge niso uspešno opravile. S prevelikim zanašanjem bank, vlagateljev in regulatorjev na bonitetne ocene se je kriza samo še poglobila.

Osnovna naloga bonitetnih agencij je oceniti tveganje, ki so mu izpostavljeni vlagatelji v državne ali podjetniške obveznice, oziroma verjetnost, da njihove naložbe ne bodo povrnjene. Izbruh finančne krize leta 2007 je pokazal, da so bonitetne agencije izvedenim finančnim instrumentom podeljevale previsoke bonitetne ocene, saj so ti praktično preko noči postali ničvredni. Opozorilnih znakov niso prepoznale in posledično so njihovi zapozneli odzivi krizo samo še poglobili.

K slabšemu ugledu bonitetnih agencij so nato pripomogle še obtožbe o sprožanju in zaostrovanju krize v območju evra, predvsem z zniževanjem bonitetnih ocen perifernih držav monetarne unije. Njihove na novo znižane bonitetne ocene so postale pomemben problem finančne krize v Grčiji, v manjši meri pa tudi na Irskem, Portugalskem in v Španiji. Prve tri omenjene države so do sredine leta 2011 tudi zaprosile za denarno pomoč Evropske unije (v nadaljevanju EU) in Mednarodnega denarnega sklada (angl. *International Monetary Fund*, v nadaljevanju IMF).

Že od samega začetka evropske dolžniške krize številni strokovnjaki in analitiki na finančnih trgih menijo, da je treba preurediti oziroma poostri nadzor nad bonitetnimi agencijami. Nezadovoljstvo evropskih politikov nad obstoječimi bonitetnimi agencijami je celo prineslo predlog o ustanovitvi neodvisne evropske bonitetne agencije. Pomembno vprašanje, s katerim se srečujeta EU in ostali svet, je, kako zmanjšati negativni vpliv bonitetnih ocen na finančne trge.

Namen diplomskega dela je predstaviti odziv bonitetnih agencij pri ocenjevanju državnih obveznic v času evropske dolžniške krize. V diplomskem delu bom navedla tudi pomembne pomanjkljivosti delovanja bonitetnih agencij: od pomanjkanja konkurence, preglednosti, odgovornosti do navzkrižja interesov, zgoščenosti agencij na ameriških tleh itd. Predstavila bom tudi, kaj je bilo v EU do danes storjeno na področju regulacije bonitetnih agencij in kateri so predlogi EU za izboljšanje kakovosti in preglednosti na področju podeljevanja državnih bonitetnih ocen.

Cilj diplomskega dela je ugotoviti, ali bi se morale bonitetne agencije odzvati prej ali pa je njihov zapozneli odziv samo še poslabšal stanje v območju evra? So z nižanjem bonitetnih ocen tem državam na nek način preprečile dostop do finančnih trgov? So bonitetne agencije nižanja bonitetnih ocen včasih objavile ob nepravem času in s tem spodkopale rešilne pakete EU in IMF? Ali pa so njihove ocene samo dejansko pokazale resnost problemov, s katerimi se te države soočajo, in jih lahko obravnavamo le kot glasnike slabih novic?

V diplomskem delu uporabljam metodo analize vsebine izbrane literature. Pri analizi bonitetnih ocen držav sem se osredotočila na tri evropske države, in sicer na Grčijo, Irsko in Slovenijo.

Poleg uvoda in sklepa je diplomsko delo sestavljeno iz treh delov. V prvem delu bom predstavila organiziranost bonitetnega trga in bistvene pomanjkljivosti bonitetnih agencij. V drugem delu bom predstavila odziv bonitetnih agencij v času evropske dolžniške krize, s poudarkom na primerih Grčije, Irske in Slovenije. Pri tem bom pokazala, kako je potekalo zniževanje bonitetnih ocen omenjenim državam. V tretjem delu bom predstavila predloge in izzive za izboljšanje delovanja bonitetnih agencij.

1 ORGANIZIRANOST BONITETNEGA TRGA IN NJEGOVE POMANJKLJIVOSTI

Bonitetne agencije so zasebna podjetja, ki podajajo mnenja o kreditni sposobnosti podjetij, bank in držav v obliki bonitetnih ocen. Bonitetne ocene dejansko ocenjujejo verjetnost, da bo izdajatelj pravočasno izpolnil svoje finančne obveznosti. Te ocene so na voljo številnim neinformiranim vlagateljem na trgu, ki jih nato uporabljajo pri svojih naložbenih odločanjih (Becker & Milbourn, 2011, str. 1).

Država ali podjetje, ki se danes želi zadolžiti na finančnem trgu, potrebuje bonitetno oceno. Pri tem potrebuje predvsem dobro bonitetno oceno, saj ta pomeni cenejše stroške kapitala. Z boljšo bonitetno oceno bo izdajatelj na trgu vzbudil več povpraševanja, kot bi jo s slabšo oceno. Slabša ocena namreč trgu sporoča, da podjetje ali država ni sposobna odplačevati dolga oziroma bi utegnila zamujati s plačili (Ryan, 2012, str. 7).

Bonitetne agencije so kot posrednice informacij pomemben vmesni člen med finančnimi trgi. Izdajatelji dolga imajo običajno več informacij ali pa skrite informacije od vlagatelja. Vlagatelji zato zahtevajo premijo za svoje tveganje. Tu nastopijo bonitetne agencije, ki skušajo zmanjšati asimetrijo informacij med tržnimi udeleženci. Bonitetna agencija namreč dobi informacije od izdajatelja in izda bonitetno oceno ter jo nato posreduje na trg vlagateljem. Na podlagi kredibilnosti bonitetnih agencij vlagatelji zaupajo bonitetnim ocenam in posledično zahtevajo nižje premije za tveganje. Vse dokler je cena, ki jo izdajatelj plača agenciji, nižja od razlike med nižjo in višjo premijo, ki bi jo moral plačati sicer, bo izdajatelj kupoval bonitetne ocene od agencije. V času trajanja dolžniškega razmerja bo bonitetna agencija spremljala in posodabljala bonitetno oceno kot storitev za vlagatelje. Izdajatelji na drugi strani pa si pridobijo ugled na trgu, saj so pripravljene biti pod stalnim nadzorom bonitetnih agencij (Dittrich, 2007, str. 10).

Na bonitetnem trgu danes prevladujejo tri bonitetne agencije: Moody's Investors Service (v nadaljevanju Moody's), Standard & Poor's Rating Services (v nadaljevanju S&P) in Fitch Ratings (v nadaljevanju Fitch). Vse tri agencije skupaj imajo s 95-odstotnim tržnim deležem oligopol na trgu podeljevanja bonitetnih ocen. Moody's in S&P imata skupaj preko 80 odstotkov tržnega deleža. Fitch pa ima kot tretja največja agencija 15-odstotni tržni delež

(White, 2010, str. 216–217). Preostale bonitetne agencije so bistveno manjše in običajno delujejo le na lokalni ravni. Tržni deleži bonitetnih agencij so prikazani na sliki v Prilogi 1.

Do leta 1970 so bonitetne agencije zaslužile s pobiranjem pristojbin od vlagateljev, ki so si želeli pridobiti bonitetne ocene o izdajateljih. Po letu 1970 pa so bonitetne agencije svoj poslovni model spremenile in začele pristojbine pobirati od izdajateljev. Takšen način plačila, ki mu pravimo »izdajatelj plača«, velja še danes. Zasuk poslovnega modela so povzročile internacionalizacija poslovanja ter tehnološke spremembe (začetki množične uporabe fotokopirnih strojev). S tem se je začel pojavljati problem zastojkarstva, saj so informacije o bonitetnih ocenah postale enostavno dosegljive številnim vlagateljem, ne da bi jim za to bilo treba plačati (White, 2010, str. 214).

1.1 Funkcije bonitetnih agencij

Bonitetne agencije kljub številnim kritikam v zadnjem času še vedno zelo vplivajo na mednarodne finančne trge. Tri najpomembnejše funkcije bonitetnih agencij so:

- **Funkcija informacijskega posrednika.** Bonitetne agencije nastopajo na finančnih trgih kot informacijski posredniki. S svojimi neodvisno izračunanimi bonitetnimi ocenami ovrednotijo kredibilnost izdajatelja. Ogromna količina informacij o nekem podjetju ali državi se tako strne v eno samo, enostavno razumljivo bonitetno oceno. Taka ocena postane na voljo številnim vlagateljem, saj je izdajatelj tisti, ki plača za njeno izdajo. Bonitetne ocene tako ne vplivajo samo na zmanjšanje asimetrije informacij, ampak tudi na zmanjšanje stroškov pridobivanja informacij (IMF, 2010, str. 86).
- **Nadzorstvena funkcija.** Bonitetne agencije uporabljajo postopke opazovanj, s pomočjo katerih izdajatelje pravočasno opozorijo na morebitno spremembo bonitetne ocene. S postopkom opazovanja vplivajo na izdajatelje, da ti pravočasno sprejmejo ustrezne ukrepe, ki lahko preprečijo morebitno spremembo bonitetne ocene (IMF, 2010, str. 86). Če bonitetne agencije ne bi izvajale teh postopkov opazovanj, bi se lahko izdajatelji obnašali oportunistično in ne vedno v največjo korist vlagatelja. Bonitetne agencije tako veliko vlagajo v opazovanja takih dejanj in izdajajo redne posodobitve bonitetnih ocen (Dittrich, 2007, str. 10).
- **Funkcija certificiranja.** Bonitetne agencije poleg vrednotenja kreditne sposobnosti izdajatelja podeljujejo tudi »licenco« vlagateljem za dostop do kapitalskih trgov oziroma jim znižajo nadzorne obremenitve (Partnoy, 1999, str. 683–688). Določeni udeleženci na trgu (finančne institucije, vzajemni skladi) lahko vlagajo samo v naložbe, ki imajo dovolj visoko bonitetno oceno.

1.2 Način delovanja bonitetnih agencij

Bonitetne agencije, kot vsako zasebno podjetje, stremijo k uspešnemu poslovanju in ustvarjanju dobička. Večino svojih prihodkov zaslužijo s pobiranjem pristojbin od izdajateljev vrednostnih papirjev. Moody's in S&P imata približno enako visoke pristojbine. Višine pristojbin za ocenitev bonitete podjetniških dolžniških papirjev se začnejo pri 70.000 USD. Za

podelitev bonitetne ocene državi pa morajo države plačati pristojbino med 60.000 in 100.000 USD (Paudyn, 2011, str. 261).

Trg bonitetnih agencij je bil v obdobju pred krizo med letoma 2002 in 2007 izredno dobičkonosen v primerjavi z ostalimi finančnimi institucijami. Predvsem ocenjevanje strukturiranih finančnih instrumentov se je izkazalo za zelo donosen posel, saj so predstavljali skoraj polovico prihodkov posamezne agencije (Deb, Manning, Murphy, Penalver & Toth, 2011, str. 8). Bruto dobički vseh treh bonitetnih agencij v obdobju 1998–2010 so prikazani v Prilogi 2.

1.2.1 Nenaročena in naročena bonitetna ocena

Nenaročena bonitetna ocena (angl. *unsolicited rating*) je ocena, ki jo bonitetna agencija izdela na lastno pobudo in ne na pobudo izdajatelja. Izdaje takšne bonitetne ocene izdajatelj ne plača, saj je ni naročil. Če izdajatelj sam naroči izdelavo bonitetne ocene in za to tudi plača ustrezno pristojbino, govorimo o naročeni bonitetni oceni (angl. *solicited rating*).

Nenaročena bonitetna ocena temelji na javno dostopnih informacijah (letna poročila, spletne strani). Izdajatelj pri tem agenciji ne posreduje zasebnih, natančnejših informacij. Posledično nenaročene bonitetne ocene veljajo za manj zanesljive in manj točne. V praksi so takšne ocene običajno malce nižje od naročenih ocen. Čeprav temeljijo samo na javno dostopnih informacijah, običajno niso slabe kakovosti ali nepravilne, saj bi agencije z izdajo takih ocen izgubile ugled. Po drugi strani pa bonitetne agencije z izdajo nenaročenih ocen pritiskajo na izdajatelje. Ti se namreč bojijo, da bo bonitetna ocena slabša, če bo temeljila samo na javnih informacijah. Izdajatelji se potem večinoma raje odločijo za plačilo in sodelovanje z bonitetno agencijo (Dittrich, 2007, str. 111–112).

Pri bonitetnih ocenah držav, kot so Nemčija, Velika Britanija in Združene države Amerike (v nadaljevanju ZDA), gre običajno za nenaročene bonitetne ocene. Vzrok za to je, da gre za velika gospodarstva, ki zelo vplivajo na mednarodne trge, in je zanimanje za njihove ocene na trgu veliko. Pravilo bonitetnih agencij pri nenaročenih ocenah je, da jih ne izdajajo, če ne obstaja dovolj zanesljivih informacij javnega značaja. S&P na primer izdaja bonitetne ocene 126 držav po vsem svetu, od katerih je 15 nenaročenih ocen (House of Lords, 2011, str. 7).

Slovenija ima naročeno bonitetno oceno pri vseh treh vodilnih bonitetnih agencijah. Ministrstvo za finance ne razkriva, koliko in kako dolgo Slovenija že plačuje tem agencijam. Po besedah ministrstva je višina plačila poslovna skrivnost in je zato ne razkrivajo. Molčanje o proračunskih sredstvih, ki se nakazujejo agencijam Moody's, Fitch in S&P, Ministrstvo za finance opravičuje s pojasnilom, da gre za gospodarske družbe, ki ne želijo razkriti podatkov (Lubej, 2012).

1.2.2 Bonitetna lestvica

Bonitetne ocene so izražene z lestvico črk in številčk. Tri največje bonitetne agencije uporabljajo precej podobne lestvice. S&P in Fitch uporabljata iste oznake, kjer je AAA

najvišja možna bonitetna ocena. Nato jim sledijo oznake AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC in D kot najnižja možna ocena. Moody's uporablja kombinacijo velikih in malih črk, kjer je Aaa oznaka za najvišjo možno bonitetno oceno. Nato ji sledijo Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca, C in D kot najnižja možna ocena. Kakor je razvidno s Tabele 1 spodaj, bonitetne agencije posamezne bonitetne ocene med seboj razlikujejo še s kombinacijo plusa in minusa (S&P, Fitch) ali pa s številkami (Moody's).

Tabela 1: Bonitetne lestvice agencij S&P, Fitch in Moody's

	S&P	Fitch	Moody's
Investicijski razred	AAA	AAA	Aaa
	AA+	AA+	Aa1
	AA	AA	Aa2
	AA-	AA-	Aa3
	A+	A+	A1
	A	A	A2
	A-	A-	A3
	BBB+	BBB+	Baa1
	BBB	BBB	Baa2
	BBB-	BBB-	Baa3
Špekulativni razred	BB+	BB+	Ba1
	BB	BB	Ba2
	BB-	BB-	Ba3
	B+	B+	B1
	B	B	B2
	B-	B-	B3
	CCC+	CCC	Caa1
	CCC	CCC	Caa2
	CCC-	CCC	Caa3
	CC	CCC	Ca
	D	/	D

Vir: IMF, Global Financial Stability Report, 2010, str. 90.

Bonitetne ocene se med seboj razlikujejo tudi glede na to, ali spadajo v investicijski razred (nizko tveganje) ali v špekulativni razred (visoko tveganje). Ocene, višje od BBB-/Baa3, se uvrščajo v investicijski razred in pomenijo visoko verjetnost izpolnitve obveznosti dolžnika. Ocene, ki so nižje od BB+/Ba1, pa se uvrščajo v špekulativni razred. Ocene iz špekulativnega razreda prinašajo manjšo verjetnost izpolnitve obveznosti dolžnika in označujejo neprimernost za vlaganje. Pri tem je treba omeniti, da razredov niso ustvarile bonitetne agencije, ampak sta se izoblikovala na samem trgu. Bonitetne agencije tako opozarjajo na dejstvo, da se ocene iz investicijskega razreda ne morejo obravnavati kot nasvet za vlaganje (IMF, 2010, str. 90).

1.2.3 Kazalci sprememb bonitetnih ocen

Ocene z bonitetnih lestvic predstavljajo ocene dolgoročnega kreditnega tveganja. Bonitetne agencije so med svojim poslovanjem razvile še dodatne kazalce, s katerimi sporočajo

morebitne spremembe v kreditni kakovosti. Najpogostejša kazalca sta napovedovalna ocena (angl. *outlook*) in funkcija opazovanja (angl. *watch*). Alsakka in ap Gwilym (2011) ugotavljata, da imata oba omenjena kazalca močnejši vpliv na trge kakor sama dejanska sprememba bonitetne ocene. To dejstvo ne preseneča, saj vlagatelji kmalu lahko pričakujejo spremembo bonitetne ocene, če je izdajatelj pod funkcijo opazovanja ali napovedovalno oceno.

Napovedovalna ocena predstavlja mnenje bonitetne agencije glede možnega gibanja ocene v srednjeročnem obdobju (1–2 leti). Obstajajo štiri kategorije: pozitivna, negativna, stabilna in »v razvoju«, ko agencija težko določi prihodnji trend gibanja. Funkcija opazovanja predstavlja izrazitejšo trditev bonitetne agencije glede prihodnjega gibanja bonitetne ocene, saj pomeni spremembo ocene v zelo kratkem času (v treh mesecih). Obstajajo tri kategorije opazovanj: opazovanje za povišanje, znižanje in za negotovo smer gibanja ocene. Izdajatelj, ki je pod funkcijo opazovanja, ima večjo verjetnost za spremembo bonitetne ocene kot izdajatelj, ki je samo pod t. i. napovedovalno oceno (Alsakka & ap Gwilym, 2011, str. 46).

Napovedovalna ocena daje trgu znak, da je bila opažena sprememba v kreditni sposobnosti izdajatelja, vendar še ni dokončno uveljavljena. Ko bonitetne agencije verjamejo, da je prišlo do stalne spremembe v kreditni sposobnosti izdajatelja, bo izdajatelj na trgu prišel pod funkcijo opazovanja. Kadar so vse preostale negotovosti glede bonitete izdajatelja razrešene, pride do dejanske spremembe bonitetne ocene ali pa samo do potrditve prejšnje, stare ocene (Alsakka & ap Gwilym, 2011, str. 46). V času evropske dolžniške krize je bilo približno 90 odstotkov sprememb bonitetnih ocen držav napovedanih z napovedovalno oceno ali funkcijo opazovanja (ap Gwilym & Alsakka, 2011, str. 252).

1.2.4 Uporaba bonitetnih ocen

Bonitetne agencije zberejo veliko informacij o kreditni sposobnosti različnih izdajateljev. Takšno zbiranje informacij bi bilo za posameznega manjšega vlagatelja na trgu dolgotrajno in predrago. Veliki institucionalni vlagatelji na trgu bi lahko sami opravili potrebne ocenitve kreditnih tveganj. Ker na trgu bonitetne ocene že obstajajo, omenjeno delo prepustijo bonitetnim agencijam, ki so za to specializirane. Pri tem opravljajo tudi lastne analize kreditnega tveganja, vendar bonitetne ocene agencij na njihovo odločanje zelo vplivajo.

Močan položaj bonitetnih agencij izhaja iz zakonodaje. Številne finančne institucije (zavarovalnice, pokojninski skladi, vzajemni skladi) lahko vlagajo samo v dolžniške instrumente, ki jim je bonitetno oceno izračunala priznana bonitetna agencija (Rafailov, 2011, str. 38).

Pri določanju kapitalskih zahtev za banke in ostale finančne institucije se tveganja različnih instrumentov določajo na osnovi njihovih bonitetnih ocen. Višje bonitetne ocene sredstev, ki jih imajo institucije v lasti, pomenijo nižje zahteve za minimalni kapital. Pri refinanciranju poslovnih bank centralne banke zahtevajo, da imajo zavarovane dolžniške vrednostne papirje z minimalno bonitetno oceno (Rafailov, 2011, str. 38).

Rafailov (2011) ugotavlja, da so številni finančni predpisi bonitetnim agencijam omogočili precejšen vpliv na finančne trge. Znižanje bonitetne ocene, zlasti v špekulativni razred, ima tako velik vpliv na odločitve številnih vlagateljev. Vlagatelji in izdajatelji si želijo čim višje bonitetne ocene, kar lahko vodi v inflacijo bonitetnih ocen.

1.2.5 Bonitetna ocena države

Liberalizacija mednarodnih finančnih trgov v zadnjih dvajsetih letih je povzročila, da so se številne države začele vedno bolj financirati preko dolžniških trgov. Povpraševanje in ponudba bonitetnih ocen držav sta se tako močno povečala. Več kot 40 odstotkov izdanih obveznic na kapitalskih trgih danes pripada ravno državnim obveznicam (How We Rate Sovereigns, 2012, str. 2).

Sprememba bonitetne ocene države neposredno vpliva na višino stroškov zadolževanja posamezne države. Nižja bonitetna ocena ne vpliva samo na višje stroške zadolževanja države, ampak tudi bank, finančnih institucij in zasebnih podjetij v isti državi. Nižja bonitetna ocena posledično vpliva na to, koliko mednarodnega kapitala in investicij lahko privabita posamezna država in njen zasebni sektor.

Bonitetna ocena države temelji na sposobnosti in pripravljenosti države, da servisira svoje dolgove pravočasno in v celoti. Bonitetne agencije pri tem analizirajo tudi uspešnost države v preteklih ekonomskih in političnih ciklih. Bonitetna ocena države nastane na podlagi analize petih ocen (How We Rate Sovereigns, 2012, str. 3):

- Politična ocena: vključuje politična tveganja države in učinkovitost državnih ustanov.
- Ekonomska ocena: vključuje gospodarsko strukturo države in možnosti za gospodarsko rast.
- Zunanja ocena: zajema stanje mednarodnih naložb in zunanjo likvidnost države.
- Fiskalna ocena: vključuje fiskalno učinkovitost in fleksibilnost ter zadolženost države.
- Monetarna ocena: zajema fleksibilnost monetarne politike.

Bonitetne ocene držav so pomembne ne le zato, ker so države največje izdajateljice vrednostnih papirjev na mednarodnih kapitalskih trgih, temveč tudi zato, ker vplivajo na bonitetne ocene preostalih izdajateljev znotraj države. Bonitetne agencije na primer redkokdaj zasebnim podjetjem dodelijo bonitetno oceno, ki je bistveno višja od bonitetne ocene države, v kateri se podjetje nahaja (Cantor & Packer, 1996, str. 38).

1.2.6 Postopek bonitetnega ocenjevanja države

Večina držav ima sklenjeno pogodbo z bonitetnimi agencijami in plačuje pristojbine za izdelavo bonitetne ocene. Pristojbine se plačujejo praviloma enkrat na leto in se med vodilnimi bonitetnimi agencijami ne razlikujejo veliko (Paudyn, 2011, str. 261).

Na podlagi sklenjene pogodbe bonitetna agencija sproži postopek izdelave bonitetne ocene države. V prvi fazi bonitetna agencija sestavi skupino ustreznih analitikov. Pri tem se agencije

same odločijo, ali bodo analitiki obiskali državo ali pa bo ustrezna analiza opravljena brez tega. Pri obisku države se skupina analitikov sestane s predstavniki ministrstva za finance in centralne banke. Bonitetne agencije lahko zaprosijo tudi za obisk v zasebnem podjetju ali banki (How We Rate Sovereigns, 2012, str. 6). Pri obisku v Sloveniji se analitiki poleg s predstavniki ministrstva za finance sestanejo še s predstavniki Urada za makroekonomske analize in razvoj (v nadaljevanju UMAR) in Banke Slovenije (Lubej, 2012). Po končanem obisku analitiki pripravijo ustrezna poročila in se med seboj posvetujejo glede predlogov bonitetne ocene (How We Rate Sovereigns, 2012, str. 6–7).

V drugi fazi bonitetna agencija obvesti ministrstvo za finance o ugotovljeni oceni. Ministrstvo pošlje Banki Slovenije in UMAR v pregled njihov del. Komentarji in morebitne pritožbe na ugotovljeno bonitetno oceno so sicer možne, vendar so agencije neodvisne glede odločitve, ali jih bodo upoštevale (Lubej, 2012).

V tretji fazi sledi objava bonitetne ocene. Bonitetna agencija je dolžna izdajatelju posredovati svojo odločitev o spremembi ocene vsaj 12 ur pred objavo. Praviloma se njihove odločitve objavljajo po zaprtju trgov. Objava ocene poteka preko medijev in spletne strani bonitetne agencije (How We Rate Sovereigns, 2012, str. 7).

1.2.7 Kakovost bonitetnih ocen

Glede na velik obseg uporabe bonitetnih ocen na trgu se je treba vprašati, koliko so bonitetne ocene dejansko zanesljive in kakovostne. Na eni strani obstajajo izdajatelji, ki za izdelavo bonitetne ocene proti plačilu bonitetni agenciji posredujejo zasebne informacije o svojem poslovanju in omogočijo nastanek kakovostnejše bonitetne ocene. Takšno oceno nato bonitetne agencije posredujejo trgu in omogočijo izdajatelju dostop do večje količine kapitala. Pri tem je treba opozoriti na problem, da izdajatelj lahko agenciji posreduje nepopolne ali napačne informacije z namenom pridobiti čim višjo bonitetno oceno. Na drugi strani obstajajo izdajatelji, ki si plačila agenciji za izdelavo bonitetne ocene ne morejo privoščiti. V takem primeru agencija izdela bonitetno oceno na podlagi javnih in pomanjkljivih informacij, kar spet povzroči pomisleke o kakovosti bonitetnih ocen.

Ena izmed prednosti bonitetnih agencij je, da imajo praviloma dostop do višje kakovostnega človeškega kapitala in tehnologije. Takšna prednost je lahko vprašljiva, saj bonitetne agencije kot zasebna podjetja stremijo k čim nižjim stroškom poslovanja. Pri izdelavi bonitetnih ocen tako lahko agencije uporabljajo manj lastnih analiz in več zunanjih, cenejših informacij (Masciandaro, 2011, str. 256).

Bonitetne agencije prejmejo plačilo za izdelavo bonitetne ocene šele, ko je ocena izdana na trgu. Pred izdajo ocene agencije izdajatelju omogočijo predogled njegove bonitetne ocene. Ta storitev izdajatelju omogoči iskanje potencialno boljših ocen pri drugih bonitetnih agencijah. Takšno nakupovanje ocen (angl. *rating shopping*) vpliva na kakovost bonitetne ocene, saj se bo izdajatelj odločil za objavo tiste, ki mu najbolj ustreza (Duan & Van Laere, 2012, str. 3241).

Na kakovost bonitetnih ocen vplivajo tudi gospodarski cikli. Bonitetne agencije zatrjujejo, da ocenjujejo neodvisno od cikličnosti, vendar če pogledamo bonitetne ocene skozi različne gospodarske cikle, opazimo, da so izredno prociklične. V času ekspanzije obstaja trend zviševanja bonitetnih ocen in bonitetne agencije se obnašajo podobno; v času recesije pa obstaja trend zniževanja bonitetnih ocen in ocene med bonitetnimi agencijami se precej razlikujejo. To lahko opazimo tudi pri sedanji evropski dolžniški krizi (ap Gwilym & Alsakka, 2011, str. 253).

1.3 Pomanjkljivosti bonitetnih agencij

Od začetka finančne krize leta 2007 se je obseg literature o bonitetnih agencijah in njihovem načinu delovanja močno povečal. Hkrati se je začelo pojavljati tudi vedno več vprašanj o njihovi verodostojnosti, tako s strani vlagateljev kot tudi s strani regulatorjev trga. Glavne pomanjkljivosti, ki jih večina strokovnjakov danes pripisuje bonitetnim agencijam in ki jih med drugim navaja tudi Veron (2011), so naslednje: pomanjkanje konkurence, navzkrižja interesov, nejasne in vprašljive metodologije za ocenjevanje kreditnega tveganja, pomanjkanje odgovornosti, zgoščenost agencij na ameriških tleh in pomanjkanje transparentnosti.

Bistvena pomanjkljivost bonitetnih agencij se kaže predvsem v tem, da ne vodijo, ampak večinoma sledijo dogajanju na trgu. To se je pokazalo tudi pri sedanji evropski dolžniški krizi. Bonitetne agencije niso uspešno prepoznale tveganj v državah, prisotnih že pred začetkom krize, in so posledično podajale napačne ocene o vzdržnosti državnih dolgov. V času krize pa je prepozno nižanje bonitetnih ocen povzročilo nesorazmeren vpliv na trge in samo zaostriilo že tako negotove razmere (House of Lords, 2011, str. 8–10).

Podeljevanje bonitetnih ocen zapletenim finančnim instrumentom (npr. pretočnim hipotekarnim obveznicam) je v primerjavi s podeljevanjem ocen podjetniškimi in državnimi obveznicami razmeroma nova dejavnost. Pri ocenjevanju podjetij in držav se bonitetne agencije lahko zanašajo na daljše izkušnje z dejavniki tveganja in na pretekle napake v ocenjevanju (Veron, 2011, str. 3). Kljub temu obstajajo številni primeri, ko so bonitetne agencije spregledale poslabšanje bonitete podjetja ali države v ustreznem času. To se je pokazalo v primeru ameriških podjetij, kot so AIG, Lehman Brothers in Enron. Zadnji dve sta praktično do razglasitve stečaja imela najvišje možne bonitetne ocene.

Bonitetne agencije sprožajo tudi t. i. učinke naglega upada (ang. *cliff effects*). Omenjeni učinek se pojavi, ko bonitetne agencije znižajo bonitetno oceno določenemu vrednostnemu papirju. Različne finančne institucije, ki po regulativi v svojih portfeljih ne smejo imeti vrednostnih papirjev s prenizkimi bonitetnimi ocenami, morajo takšne vrednostne papirje prodati. Vrednost takšnega vrednostnega papirja posledično naglo upade. Poveča se nestabilnost finančnega trga in morebiti ogrozi solventnost institucij, ki take vrednostne papirje še imajo (Whelan, 2011, str. 70). Takšen pojav se kaže v sedanji dolžniški krizi v območju evra. Evropska komisija se zato trudi čim bolj zmanjšati odvisnosti finančnih trgov od bonitetnih ocen ter blažiti učinke naglega upada na finančne institucije in trge.

1.3.1 Pomanjkanje konkurence

Po vsem svetu danes deluje približno 150 manjših bonitetnih agencij, toda 95-odstotni tržni delež pripada le trem največjim bonitetnim agencijam. Moody's in S&P imata dolgoletno tradicijo in posamično obvladujeta približno 40 odstotkov bonitetnega trga. Fitch se je kot tretji najpomembnejši akter uveljavil šele v zadnjem desetletju. Praviloma Fitch velja za agencijo, h kateri se vlagatelji zatečejo po dodatno mnenje, ko so bonitetne ocene drugih dveh precej različne (Dittrich, 2007, str. 17–18).

Tako majhno število velikih bonitetnih agencij ne preseneča, saj obstajajo številne ovire za vstop na bonitetni trg. Eno izmed takšnih ovir predstavlja ugled bonitetnih agencij. danes ni tako težko zbrati primernih finančnih strokovnjakov, ki bodo podali ustrezne bonitetne ocene različnih finančnih instrumentov. Večja ovira za bonitetno agencijo, ki šele vstopa na trg, je predvsem to, da je tržnim udeležencem neznana in da ima majhen kapital ugleda. Izdajatelji in vlagatelji so bolj naklonjeni bonitetni agenciji, ki je mednarodno priznana in ima že uveljavljen ugled (Deb et al., 2011, str. 7).

Močan položaj treh velikih agencij na trgu utrjujejo tudi številne zakonodaje in pogodbe, ki določajo uporabo bonitetnih ocen samo določenih bonitetnih agencij. Sporazum Basel III bankam pri izračunu kapitalskih zahtev narekuje uporabo bonitetnih ocen samo priznanih zunanjih bonitetnih agencij (angl. *External Credit Assessment Institution*, v nadaljevanju ECAI). Bonitetne agencije, ki želijo pridobiti status ECAI, morajo izpolnjevati merila glede objektivnosti, neodvisnosti, stalnega nadzora in preglednosti (Utzig, 2010, str. 9).

Oligopolni položaj treh največjih bonitetnih agencij na trgu med drugim utrjuje tudi Ameriška agencija za nadzor nad trgom vrednostnih papirjev (angl. *Securities and Exchange Commission*, v nadaljevanju SEC). Leta 1975 je namreč SEC začela priznavati le bonitetne ocene izbranih bonitetnih agencij (angl. *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, v nadaljevanju NRSRO). Pridobitev statusa NRSRO je za bonitetno agencijo izrednega pomena, saj posledično lahko njene bonitetne ocene uporabljajo različne finančne institucije. SEC danes status NRSRO podeljuje desetim bonitetnim agencijam, med katerimi so seveda tudi »veliki trije« (SEC Orders, 2013).

1.3.2 Navzkrižja interesov

Prvo nasprotje interesov se kaže v poslovnem modelu »izdajatelj plača«. Bonitetne agencije namreč plačuje izdajatelj, ki ga ocenjujejo. Deb et al. (2011) ugotavlja, da so bonitetne ocene lahko napihnjene, saj želijo izpolniti pričakovanja izdajatelja in povečati svoje prihodke. Bonitetne agencije lahko posledično več časa in sredstev posvečajo iskanju novih poslovnih priložnosti namesto izboljševanju analize že obstoječih instrumentov.

Drugo navzkrižje interesov izhaja iz dejstva, da je višina pristojbine, ki jo agencija zaračuna izdajatelju, odvisna od vrednosti izdaje. Takšen način pobiranja pristojbin na eni strani omogoča povečanje informacijske vsebine bonitetnih ocen na trgu. Po drugi strani pa to lahko

spodbudi bonitetno agencijo, da vrednejšim izdajam podeljuje višje ocene (previsoke), kakor če bi pobirala enake pristojbine, neodvisno od vrednosti izdaje (Sibert, 2011, str. 46).

Sibert (2011) kot tretje navzkrižje interesov navaja svetovalne storitve, ki jih bonitetne agencije opravljajo v zvezi z bonitetnimi ocenami. Izdajatelje skrbi, da če ne bodo uporabili dodatnih storitev agencij, bi to lahko negativno vplivalo na njihovo končno bonitetno oceno. Čeprav svetovalne storitve agencijam ne predstavljajo glavnega vira zaslužka, ne gre prezreti dejstva, da njihov obseg zadnja leta narašča.

Navzkrižje interesov se lahko kaže tudi v preveč udobnem in osebnem odnosu vodstva bonitetnih agencij z vodstvom podjetja ali države, ki jo ocenjujejo. Prav tako ne gre prezreti vpliva naročnika bonitetne ocene na samo agencijo. Bonitetne agencije lahko v strahu pred izgubo pomembnih naročnikov izdajo napačno (višjo) bonitetno oceno ali objavijo oceno takrat, ko naročniku najbolj ustreza. Bonitetne agencije morajo namreč pri izdelavi bonitetne ocene države upoštevati regulacijo, ki jo ta država izvaja nad bonitetnimi agencijami (Sibert, 2011, str. 46).

Bonitetne agencije zagotavljajo, da se zaradi pridobljenega ugleda omenjena navzkrižja interesov ne pojavljajo. Menijo namreč, da bi bile njihove storitve brez vrednosti, če bi se bonitetne ocene izkazale za nezanesljive. Po drugi strani lahko disciplina ugleda učinkovito deluje samo v okolju, kjer je mogoče zanesljivo spremljati bonitetne ocene in kjer se vsaka bonitetna agencija sooča s konkurenco (Deb et al., 2011, str. 11).

1.3.3 Pomanjkanje preglednosti

Pomanjkljivost delovanja bonitetnih agencij se kaže tudi v pomanjkanju preglednosti. Metodologijo in postopke podeljevanja ocen bonitetne agencije zadržujejo izrecno zase. To za vlagatelja pomeni zelo majhno preglednost nad načinom poteka izdajanja bonitetne ocene in nadzora nad kakovostjo.

Izdajatelj, ki naroči bonitetno oceno pri bonitetni agenciji, ji posledično posreduje zasebne informacije o svojem poslovanju. Zaradi majhne preglednosti nad metodologijo bonitetnih agencij je vprašljivo, katere informacije so na koncu vključene v bonitetno oceno in katere informacije agencije morebiti obdržijo za lastne koristi. Le del metodologije izdelave bonitetnih ocen držav je javno dostopen. Vidnejšo spremembo na tem področju je opravil Moody's, ki je septembra 2013 objavil revidirano metodologijo za ocenjevanje državnih obveznic. Z novo metodologijo Moody's želi, da bi zainteresirani udeleženci na trgu razumeli, kako ocenjuje tveganje pri državnih obveznicah (Moody's publishes sovereign rating methodology, 2013).

1.3.4 Zgoščenost bonitetnih agencij na ameriških tleh

Vse tri največje bonitetne agencije imajo sedež v ZDA, izjema je Fitch, ki ima sedež tudi v Londonu. Več kot polovica prihodkov velikih treh prihaja ravno iz ZDA. Sibert (2011) nakazuje, da lahko bonitetne agencije zaradi tega dajejo prednost ameriškim podjetjem, zlasti

podjetjem v bančništvu in zavarovalništvu, ki imajo ameriške regulatorje in nadzornike. Vendar Veron (2011) trdi, da je vodstvo velikih treh mednarodno in da obstaja majhna možnost, da so ameriška podjetja in ameriški državni dolg privilegirani pri podeljevanju bonitetnih ocen.

Funkcionarji in predstavniki Evropske unije so tri največje bonitetne agencije javno obtožili dajanja prednosti ZDA in neprimerno zniževanje bonitetnih ocen evropskih držav. Tudi azijski funkcionarji so izrazili precejšnje pomisleke glede objektivnosti velikih treh. Ti pomisleki so predvsem posledica dejstva, da je v času sedanje evropske dolžniške krize veliko azijskih državnih bonitetnih ocen ostalo ocenjenih nižje od evropskih kljub boljši kreditni sposobnosti (Duan & Van Laere, 2012, str. 9).

1.3.5 Pomanjkanje odgovornosti

Bonitetne agencije so ene redkih institucij na trgu, ki za svoja dejanja praviloma niso pravno odgovorna. V ZDA bonitetne ocene obravnavajo kot mnenja, ki so zaščiteni s prvim amandmajem ustave. Bonitetne agencije torej ni možno tožiti, če je napačno ocenila verjetnost neplačila določenega vrednostnega papirja. Glede na močan vpliv agencij na trge in številne napačno podane bonitetne ocene v preteklosti so se začeli pojavljati pozivi k povečanju njihove odgovornosti (Sibert, 2011, str. 47). Da se stvari počasi spreminjajo, priča tudi nedavni uspešen primer tožbe proti bonitetnim agencijam v Avstraliji. Več o tem v tretjem sklopu diplomskega dela.

2 ODZIV BONITETNIH AGENCIJ V ČASU EVROPSKE DOLŽNIŠKE KRIZE

Znižanje bonitetne ocene države je do neke mere možno pričakovati. Toda kako vemo, da je sprememba bonitetne ocene države posledica slabega stanja v gospodarstvu in ne posledica neuspešne ocenitve gospodarstva s strani bonitetnih agencij. O neuspehu bonitetnih agencij lahko govorimo, kadar smo priča velikemu številu znižanj ocen, predvsem za nekaj stopenj hkrati. Neuspešne ocenitve se kažejo tudi, kadar se znižanje zgodi v zelo kratkem času po izdaji vrednostnih papirjev na trgu in kadar znižanje sledi drugemu znižanju (IMF, 2010, str. 88).

Ključne spremenljivke, ki najbolj vplivajo na bonitetno oceno države, so bruto domači proizvod (v nadaljevanju BDP) na prebivalca, realna rast BDP, proračunski primanjkljaj in javni dolg.

Bonitetne agencije imajo velik vpliv na stroške financiranja ne glede na to, ali je ocenjevani subjekt zasebno podjetje ali država. Že sama napoved morebitne spremembe bonitetne ocene države lahko močno ogrozi njen trud pri izvajanju varčevalnih ukrepov in zmožnost odplačevanja (House of Lords, 2011, str. 17–18).

Zaradi neuspeha na področju strukturiranih finančnih instrumentov so bile bonitetne agencije deležne številnih kritik. V upanju na povrnitev ugleda so se začele vedno bolj osredotočati na države, ki so kazale potencialno slabe znake vzdržnosti gospodarstva. Na udaru so se znašle predvsem države območja evra, kot so Grčija, Irska, Portugalska, Italija in Španija (House of Lords, 2011, str. 16–17). Omenjenim državam, zlasti Grčiji, so se bonitetne ocene najbolj spremenile. V nadaljevanju bom predstavila izbrane države, katerih bonitetne ocene so najbolj upadle, in sicer s poudarkom na obdobju največjih zniževanj (2009–2011).

2.1 Primer Grčije

S&P je januarja 2009 prvi znižal bonitetno oceno Grčije, in sicer z ocene A na oceno A-. Moody's je svojo oceno A1 ohranjal vse od leta 2003 do decembra 2009, na podlagi dejstev, da je Grčija članica območja evra in da je imela visoko rast BDP. Pri tem Moody's ni poudarjal visoke ravni državnega dolga, negotovosti dolgoročne rasti in potrebe po strukturnih reformah v državi. Od septembra 2009 pa je Moody's bonitetno oceno Grčiji znižal kar za devet stopenj, in sicer v kratkem času 440 dni. Po mnenju tržnih analitikov tako drastična sprememba kreditne sposobnosti države v praksi ni možna (House of Lords, 2011, str. 16). V Prilogi 3 je prikazana časovna preglednica zniževanja bonitetne ocene Grčije.

Spremembe bonitetnih ocen Grčije, s pričetkom v letu 2009, so bile predvsem prepozne, saj so se težave v Grčiji kazale že mnogo prej. V obdobju 2002–2008 je Grčija že imela visoko naraščajoče stroške dela, javni dolg v višini 100 odstotkov BDP, nizko varčevanje gospodinjstev in izredno visoke cene nepremičnin kot posledico gradbeniškega balona. Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj (angl. *Organisation for Economic Co-operation and Development*, v nadaljevanju OECD) je že leta 2005 opozarjala na ohlajanje grškega gospodarstva in pomanjkanje konkurenčnosti (Tichy, 2011, str. 238–239). Iz tega lahko sklepamo, da so bonitetne agencije Grčiji podeljevale precej velikodušne ocene. Vsaj tri leta pred drastičnimi začetki zniževanj bi se morala grška bonitetna ocena znižati.

Prikrivanje višine zunanjega dolga, ponarejanje statistike in višji proračunski primanjkljaj po končanem revidiranju so ob koncu leta 2009 samo še povečali nezaupanje vlagateljev v Grčijo. Ta je tako uradno zaprosila za mednarodno denarno pomoč 23. aprila 2010. Le pet dni kasneje je S&P objavil znižanje bonitetne ocene Grčije na oceno BB+, kar že uvrščamo med visoko tvegane obveznice (angl. *junk bonds*) oziroma v špekulativni razred (Timeline of a crisis: how Greece's tragedy unfolded, 2011). S&P je obrazložil, da je znižana bonitetna ocena posledica političnih, ekonomskih in finančnih izzivov Grčije, ki ovirajo zmanjševanje dolga na vzdržno raven (Tichy, 2011, str. 241).

Znižanje ocene grških obveznic s strani S&P je vplivalo na padec evropskih in ameriških delniških trgov. Takšen odziv je tudi pokazal, da se grška kriza širi na druge prezadolžene države območja evra. Na drugi strani je bil Moody's nekoliko bolj optimističen in oklevajoč pri zniževanju bonitetne ocene Grčije. Kljub temu je junija 2010 bonitetno oceno znižal kar za štiri stopnje hkrati, na oceno Ba1 (*junk bonds*). Moody's je znižanje upravičil z visokimi

makroekonomskimi tveganji države in tveganjem izvedbe samega programa mednarodne pomoči (Tichy, 2011, str. 241).

Nov val zniževanj je sledil marca 2011. Glavni vzrok agencij za nova znižanja je bila negotovost denarne pomoči Grčiji po letu 2013 in njene posledice za imetnike obveznic. IMF in EU sta sicer zagotovila močno podporo Grčiji pri izvajanju programov, vendar so evropski uradniki pri tem poudarjali, da je dodatna pomoč Grčiji po letu 2013 (zaključek programa mednarodne denarne pomoči) odvisna od ocene solventnosti države. Ocena solventnosti Grčije je bila bonitetnim agencijam takrat zelo vprašljiva.

IMF in EU sta s predolgotrajnim odločanjem in nerealnimi predpostavkami o obvladovanju dolga močno vplivala na nadaljnje odločitve bonitetnih agencij. V juniju 2011 se je pričel nov val zniževanj. Bonitetne agencije so tokrat znižale bonitetno oceno na CCC+ oz. Caa1. Pri tem so grozile tudi z znižanjem na oceno D – z namenom, da zasebni vlagatelji ne bi bili vključeni (prostovoljno ali prisilno) v morebitno podaljšanje zapadlosti. Bonitetne agencije so poudarjale tudi potrebno prestrukturiranje dolga (Tichy, 2011, str. 242). Takšno obnašanje bonitetnih agencij je glede na okoliščine v mejah razumnosti. Bistveno bolj nerazumljivo je dolgo obdobje, v katerem so bonitetne agencije prezrle slabšanje položaja Grčije.

Dolgotrajnemu padanju bonitetnih ocen Grčije so končno sledila tudi zvišanja, in sicer na današnjo oceno B- oz. B3 s stabilno napovedjo. Dvig sta opravila S&P v decembru 2012 in Fitch v maju 2013. Dvig bonitetne ocene je odraz močnega prizadevanja članic območja evra za ohranitev članstva Grčije v območju skupne valute (Sovereign Rating And Country T&C Assessment Histories, 2013, str. 3).

2.2 Primer Irske

Irska je bila od uvedbe evra leta 1999 do pomladi 2009 ocenjena z najvišjo možno bonitetno oceno, in sicer z AAA. OECD je leta 2003 v svojem poročilu že označila konec obdobja »keltskega tigra«. Opozorila je na vpliv informacijskotehnološkega balona na irsko gospodarstvo in poslabšanje stroškovne konkurenčnosti. Pri tem je opomnila na nujno prilagajanje pričakovanih prihodkov in javnih financ počasnejši rasti gospodarstva (OECD Economic Surveys, 2003, str. 9–11).

Pred začetkom zniževanj bonitetnih ocen je Irska tako kot Grčija kazala določene težave v gospodarstvu: znatno rast bančnih posojil, večanje zasebnega zadolževanja, visoko refinanciranje na medbančnem trgu, naraščajoč proračunski primanjkljaj in naraščajoče cene nepremičnin. Slednje so bile posledica velikega povpraševanja, špekulacij in nezadostne infrastrukture. Kljub temu je znižanje visoke bonitetne ocene (AAA) sledilo šele spomladi 2009, v povprečju za dve stopnji (OECD Economic Surveys, 2008, str. 52–54). V Prilogi 4 je časovna preglednica zniževanja bonitetne ocene Irske.

Bonitetne agencije so se prepozno zavedele višine fiskalnih stroškov, ki jih je irska vlada potrebovala za podporo domačemu bančnemu sistemu. Bonitetne ocene irskih bank so bile pred krizo med najvišjimi v območju evra. Močan val zniževanj je sledil jeseni 2010 z novo

oceno BBB+ oz. Baa1. Vzroki, ki so jih bonitetne agencije navajale za zniževanja, niso bili novi, ampak so obstajali že dolgo prej. Novembra 2010 je Irska tudi uradno zaprosila za mednarodno denarno pomoč (Tichy, 2011, str. 244).

Spomladi 2011 so sledila nova znižanja ocen na raven BBB+ in Baa3 s strani vseh treh agencij. Fitch in S&P sta do danes ohranila bonitetno oceno BBB+ s stabilno napovedjo. Med vsemi agencijami je Moody's podeljeval najnižjo bonitetno oceno, in sicer Ba1, kar že sodi v špekulativni razred (Tichy, 2011, str. 244). Bonitetno oceno je iz špekulativnega razreda na oceno Baa3 Moody's dvignil januarja 2014. Vzrok za dvig ocene Moody's navaja v povečani možnosti Irske za zagotovitev vzdržne dolgoročne rasti BDP, ki jo potrebuje za preobrat na področju javnih financ. Moody's je pri tem izpostavil tudi, da je Irski decembra 2013 uspelo iz mednarodnega programa pomoči izstopiti v zastavljenem roku, in to z izboljšano likvidnostjo in možnostjo ponovnega dostopa do obvezniških trgov (Rating Action: Moody's upgrades Ireland's sovereign ratings to Baa3, 2014).

2.3 Primer Slovenije

Bonitetne agencije so Sloveniji v obdobju od leta 2006 do jeseni 2011 podeljevale visoko bonitetno oceno, in sicer AA oz. Aa2. Med glavnimi razlogi za prva znižanja so agencije navajale potrebo po državni dokapitalizaciji največje slovenske banke in s tem obremenitev državnega proračuna. Dodatno so poudarile še zviševanje tveganj za gospodarsko rast in mogoče težave pri zmanjševanju državnega dolga ter financiranju proračuna zaradi krize v območju evra (Odziv MF, 2011).

Naslednjič so agencije bonitetne ocene Sloveniji znižale februarja 2012, in sicer na oceno A oz. A2. Takrat so agencije zaradi slabih makroekonomskih obetov v Evropi in negotovosti reform v območju evra bonitetne ocene znižale še petim drugim evropskim državam (UMAR, 2012).

Vse tri agencije so avgusta 2012 bonitetno oceno Sloveniji ponovno znižale. Najbolj ji je oceno znižal Moody's, za kar tri stopnje hkrati, na oceno Baa2. Kot glavni razlog znižanja sta Moody's in S&P navedla podkapitaliziranost slovenskega bančnega sistema in politično polarizacijo v državi, ki otežuje vpeljavo načrtovanih strukturnih reform in povzroča težave pri financiranju bank in države v tujini (UMAR, 2012).

Znižanje bonitetne ocene Sloveniji je na domačih tleh sprožilo kritike, da agencije strožje ocenjujejo manjše države območja evra. Velika gospodarstva, kot sta Španija in Italija, imajo bistveno večje težave. Tu se lahko kaže monopolna moč agencij nad manjšimi gospodarstvi, kot je Slovenija, ki morda ni tako velika nad večjimi gospodarstvi (Tajnikar bi tožil bonitetne hiše, ki Sloveniji nižajo bonitetne ocene, 2012).

Nižja bonitetna ocena je povzročila, da ima Slovenija in s tem tudi slovenske banke višje stroške zadolževanja. Višji stroški bank so posledično vplivali na stroške zadolževanja slovenskih podjetij, kar jim zmanjšuje konkurenčnost. Slovenska podjetja bi se sicer lahko zadolževala na tujih trgih, vendar bi tuje banke kreditno sposobnost slovenskih

posojilojemalcev lahko ocenile na podlagi bonitetne ocene države, iz katere prihajajo (Svenšek & Bratanič, 2012).

Zadnje pomembnejše znižanje se je zgodilo 30. aprila 2013 s strani bonitetne agencije Moody's. Znižanje so pri agenciji pojasnili kot posledico slabega bančnega sektorja in velike verjetnosti, da bo potreboval ponovno pomoč države. Poudarili so tudi zamude pri ustanovitvi »slabe banke«, ki je nujna za stabilizacijo bančnega sistema. Pri tem so izpostavili tudi naraščajoč državni dolg in morebitni doseg meje nevzdržnosti ravni dolga do konca leta. Nižja ocena je tudi odraz negotovosti pri zagotavljanju prihodnjega financiranja, kar povečuje tveganje Slovenije za potrebo po zunanji denarni pomoči (Moody's znižal bonitetno oceno Sloveniji, 2013).

Moody's je pri tem bonitetno oceno Sloveniji znižal na Ba1, kar že uvrščamo v špekulativni razred (angl. *junk bonds*). Treba je omeniti, da se je znižanje zgodilo tik pred načrtovano izdajo dolarske obveznice. Slovenska vlada je tudi razmišljala o tožbi zoper bonitetno agencijo Moody's, saj je ta neupravičeno posegla v izdajo slovenskih obveznic. Vlada se je na koncu odločila, da Moody's ne bo tožila, saj so od dogodkov ob izdaji zadnje dolarske obveznice v rednem stiku z agencijo. Prav tako so agenciji predstavili težave, ki jih je zaradi njihove poteze imela Slovenija (Sestanek Bratuškove z najbolj naklonjeno bonitetno agencijo, 2013).

3 PREDLOGI IN IZZIVI ZA IZBOLJŠANJE DELOVANJA BONITETNIH AGENCIJ

Večina predlogov za izboljšanje delovanja bonitetnih agencij po eni strani rešuje obstoječe probleme, po drugi strani pa ustvarja nove. Treba je poudariti, da nobena rešitev sama po sebi ne bo izboljšala delovanja agencij. Glede na napake, ki so jih storile na področju izvedenih finančnih instrumentov, in na neuspeh pri predvidevanju težav nekaterih evropskih držav je trenutni sistem delovanja bonitetnega trga treba preurediti. Sledi predstavitev različnih predlogov za izboljšanje delovanja bonitetnih agencij. Hkrati bom razložila tudi izzive podanih predlogov.

3.1 Ustanovitev novih bonitetnih agencij

3.1.1 Evropska bonitetna agencija

Evropska dolžniška kriza je med evropskimi politikami sprožila zamisli o ustanovitvi evropske bonitetne agencije. Takšna agencija bi lahko predstavljala dobro protiutež obstoječim ameriškim agencijam. Vplivala bi tudi na povečanje konkurence na obstoječem oligopolističnem trgu.

Kljub omenjenim prednostim ima ta predlog tudi določene slabosti. Na prvem mestu se pojavljajo pomisleki o neodvisnosti takšne agencije, ki bi jo financirala Evropska komisija. Zaradi vmešavanja politike bi vlagatelji dvomili o verodostojnosti njenih bonitetnih ocen, zlasti pri ocenjevanju evropskih držav. Druga pomanjkljivost bi se lahko kazala v

nezmožnosti bonitetne agencije kot državne organizacije za spremljanje finančnih inovacij, ki so pomemben del načina delovanja zasebnih bonitetnih agencij (Rafailov, 2011, str. 41).

Za ustanovitev evropske bonitetne agencije bi bilo najbolje, če bi jo financirali neodvisni evropski vlagatelji (Veron, 2011, str. 6). Tudi če bi se nova evropska bonitetna agencija izkazala za verodostojno, bi bilo zanašanje vlagateljev na njene ocene v nasprotju s sedanjo politiko EU. Ta se v zadnjih letih trudi zmanjšati vpliv bonitetnih agencij in zanašanje vlagateljev na bonitetne ocene.

Zamisel o ustanovitvi evropske bonitetne agencije se je pojavila pred tremi leti, vendar se do danes ni uresničila. Aprila 2013 je Bruselj sporočil, da so se pogajanja s skupinami zasebnih evropskih vlagateljev končala brez dogovora. Od pobude za ustanovitev jim ni uspelo zbrati 300 milijonov evrov sredstev, potrebnih za začetek projekta (Cullen, 2013).

3.1.2 Neprofitna bonitetna agencija

K izboljšanju delovanja bonitetnega trga bi lahko pripomogla ustanovitev neprofitne bonitetne agencije, saj imajo bonitetne ocene značilnost javnih dobrin. Neprofitna bonitetna agencija bi odpravila navzkrižje interesov, saj ne bi bila plačana od izdajateljev kot obstoječe bonitetne agencije na trgu. Za razliko od predloga evropske bonitetne agencije bi neprofitna agencija lahko bila rešitev za mednarodni bonitetni trg. Prav tako bi se lahko specializirala samo za bonitetne ocene držav (Rafailov, 2011, str. 41).

Slabosti takšnega predloga se kažejo v javnem financiranju ocen. Financiranje preko davkov bi namreč pomenilo obremenitev za vse posameznike, medtem ko bi jih le malo izkoristilo prednost bonitetnih ocen. Vprašljivo je tudi, kako bi na podlagi neprofitnega poslovnega modela agenciji uspelo pridobiti dobre analitike in ustrezno spodbudo za zagotovitev kakovostnega dela (Rafailov, 2011, str. 41).

3.2 Sprememba regulacije bonitetnih agencij v EU

Napake bonitetnih agencij v zadnjih letih so tudi posledica pomanjkljive regulacije. Da se omenjene napake v prihodnosti ne bi ponavljale, so se številne države obrnile k strožjim predpisom za bonitetne agencije.

Prva vidnejša odločitev v EU je bila storjena decembra 2009 s spremembo Uredbe št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah. Uredba med drugim določa, da se pristojnost neposrednega nadzora nad bonitetnimi agencijami podeli Evropskemu organu za vrednostne papirje in trge (angl. *European Securities Market Authority*, v nadaljevanju ESMA). ESMA ima pooblastila za nadzor bonitetnih agencij, registriranih v EU, ter obsežna pooblastila za preiskave. To na evropski ravni centralizira in poenostavi nadzor nad bonitetnimi agencijami (Komisija želi bolj kakovostne ocene, 2011).

Naslednji pomemben ukrep Evropskega parlamenta je bilo sprejetje novih predpisov za bonitetne agencije, ki so začeli veljati 20. junija 2013. Nova pravila določajo (Parlament potrdil strožje predpise za bonitetne ocene, 2013):

- da lahko bonitetne agencije izdajo nenaročene bonitetne ocene državnih dolgov le na točno določene datume. Objavijo jih lahko najmanj dvakrat oziroma največ trikrat letno. Objava ocen je možna šele po koncu dnevnega trgovanja na evropskih borzah in vsaj eno uro pred njihovim odprtjem;
- da vlagatelji lahko bonitetno agencijo tožijo in zahtevajo odškodnino. Kot kršitev zakonodaje se šteje ocena, ki je v navzkrižju interesov ali objavljena zunaj napovedanega koledarja;
- da se za preprečevanje nasprotja interesov omejuje tudi lastniški delež agencij v ocenjevanih podjetjih;
- da je treba zmanjšati pretirano zanašanje na bonitetne ocene. Kreditne institucije in investicijska podjetja morajo vzpostaviti notranje postopke za ocenjevanje svojega kreditnega tveganja. Evropska komisija bi morala tudi razmisliti o oblikovanju sistema evropskega ocenjevanja kreditne sposobnosti. V evropski zakonodaji je treba do leta 2020 odpraviti vsakršno neposredno sklicevanje na zunanje bonitetne ocene, finančnim institucijam pa v primeru znižanja bonitetne ocene ne bo treba več samodejno prodajati svojega premoženja.

Na mednarodni ravni je Odbor za finančno stabilnost (ang. *Financial Stability Board*, v nadaljevanju FSB), katerega članica je Evropska centralna banka (v nadaljevanju ECB), 20. oktobra 2010 potrdil načela za zmanjšanje zanašanja na bonitetne ocene. Po načelih FSB bi morala ECB sama presoditi boniteto finančnih instrumentov. Poleg tega je ECB v svojem mnenju z dne 2. aprila 2012 podprla skupni cilj, da se zmanjša preveliko zanašanje na bonitetne ocene. V zvezi s tem ECB redno poroča o različnih ukrepih Eurosistema za manjše zanašanje na bonitetne ocene. V svojih letnih poročilih lahko ECB tudi opiše, kako izvaja načela FSB in kakšne alternativne ocenjevalne mehanizme uporablja (Uredba št. 462/2013, 2013, L 146/2, Člen 5).

3.3 Povečanje konkurence

Najpogostejši predlog, ki se poudarja za izboljšanje delovanja bonitetnih agencij, je povečanje konkurence. Novi konkurenti na trgu bi lahko pozitivno vplivali na zmanjšanje višine pristojbin, ki jih agencije zaračunavajo svojim strankam. Na finančnem trgu bi se pojavile dodatne bonitetne ocene in pripomogle k povečanju raznovrstnosti ocen na trgu. Obstoječim bonitetnim agencijam se namreč pogosto očita, da imajo istočasno preveč podobne ocene. Če se njihova mnenja razlikujejo, odstopanja običajno ne presegajo več kot ene stopnje na bonitetni lestvici (Deb et al., 2011, str. 12).

Težava, s katero se srečujejo nove agencije na trgu, so visoke vstopne ovire. V ZDA so z zakonom o reformi bonitetnih agencij (angl. *Credit Rating Agency Reform Act*) iz leta 2006 zaostri merila, ki jih morajo izpolnjevati agencije (Utzig, 2010, str. 7). Podobno je bilo

storjeno v EU, ko so leta 2009 spremenili Uredbo o bonitetnih agencijah. Odprava vstopnih ovir ima lahko tudi svoje slabosti: vlagatelji bi manj zaupali bonitetnim ocenam agencij, ki so vstopile na trg. Nove bonitetne agencije bi posledično vlagatelji spregledali, saj bi bili bolj naklonjeni bonitetnim ocenam že uveljavljenih agencij.

V tržnih razmerah večja konkurenca običajno prinese boljše rezultate za tržne udeležence. V primeru bonitetnega trga je to bolj vprašljivo. Pri večanju konkurence ob trenutnem poslovnem modelu »izdajatelj plača« bi se lahko bonitetne ocene izkazale za napihnjene. Becker in Milbourn (2011) ugotavljata, da je vstop bonitetne agencije Fitch kot tretjega največjega akterja na trgu vplival na zmanjšanje kakovosti bonitetnih ocen. Večja konkurenca lahko torej poruši mehanizem ugleda, ki je temelj, na katerem agencije delujejo. Vsaka nova agencija namreč pri iskanju svojega prostora na trgu stranko želi obdržati s čim boljšo oceno. Pri večji konkurenci bi prišel bolj do izraza tudi problem nakupovanja ocen (angl. *rating shopping*). Izdajatelji bi namreč zaprosili za izdelavo bonitetne ocene pri več agencijah in se na koncu odločili za najbolj ugodno bonitetno oceno.

3.4 Vzpostavitev poslovnega modela »vlagatelj plača«

Trenutni poslovni model bonitetnih agencij, ki temelji na načelu »izdajatelj plača«, povzroča navzkrižje interesov. Obstajajo predlogi za ukinitvev trenutnega poslovnega modela in ponovno uvedbo modela »vlagatelj plača«. Pri slednjem modelu je vlagatelj tisti, ki mora plačati agenciji za bonitetno oceno. Ryan (2012) navaja, da bi takšen model preusmeril navzkrižje interesov od izdajateljev k vlagateljem. Izvršni direktor Moody's v svojem pričevanju iz leta 2009 trdi, da so lahko vlagatelji tako kot izdajatelji motivirani, da vplivajo na višino bonitetne ocene. Na primer v času izdaje vrednostnega papirja, pred nakupom, dajo vlagatelji prednost nižjim bonitetnim ocenam, zato da bi imeli čim višji donos (Roundtable on Credit Rating Agencies, 2009, str. 6).

Poslovni model »vlagatelj plača« je tudi bolj dovzeten za pojav zastojkarstva. Takšen pojav lahko za agencije pomeni manj pobranih pristojbin in posledično manj sredstev za prihodnje raziskave in analize. Kljub temu obstajajo na trgu manjše bonitetne agencije, ki omenjeni poslovni model uporabljajo (npr. Egan-Jones Rating Company). Takim agencijam uspe pritegniti ustrezno število vlagateljev in ohraniti informacije o bonitetnih ocenah »zasebne«, posredujejo jih le naročnikom (Deb et al., 2011, str. 18).

3.5 Zmanjšanje zanašanja na bonitetne ocene

Zanašanje na bonitetne ocene, ki je del številnih pogodb in regulatornih predpisov, je treba zmanjšati. Spremembe zakonov in uredb v EU v zadnjih letih so sicer korak v pravo smer. Finančne institucije bi morale več časa in sredstev nameniti razvoju lastnih mehanizmov za ocenitev kreditnega tveganja. Kakorkoli že, v nekaterih primerih bo zanašanje na bonitetne ocene še vedno ostalo, saj se te trenutno kažejo za eno od najustreznejših možnosti. Global Financial Stability Report (2010) pri tem navaja, da bodo nekateri tržni udeleženci za razvoj ustreznih mehanizmov ocenjevanja kreditnega tveganja potrebovali več let.

3.6 Povečanje odgovornosti bonitetnih agencij

Bonitetne agencije zagovarjajo stališče, da so bonitetne ocene samo mnenja (Duan & Van Laere, 2012, str. 9). Ocene same po sebi ne pomenijo priporočila za nakup ali prodajo določenih dolžniških vrednostnih papirjev. Glede na vpliv in moč, ki jo imajo nad finančnimi trgi, ni čisto tako. Odgovornost bonitetnih agencij je treba povečati, kar nakazujejo tudi na novo sprejeti predpisi v EU. Ti med drugim določajo, da imajo vlagatelji, ki se zanašajo na bonitetne ocene, pravico tožiti bonitetno agencijo, če je ta namerno ali iz malomarnosti kršila predpise. Pri tem ni pomembno, ali obstaja pogodbeno razmerje med strankama (Parlament potrdil strožje predpise za bonitetne ocene, 2013). Bonitetne agencije lahko namreč izdajajo nenaročene bonitetne ocene, ki jih izdelajo na lastno pobudo in ne na pobudo izdajatelja.

Odmevnejša tožba proti bonitetnim agencijam se je pred kratkim zgodila v Avstraliji. Avstralsko zvezno sodišče je namreč razsodilo, da je S&P zavajal vlagatelje s podeljevanjem najboljših bonitetnih ocen zapletenim finančnim produktom. Sodba je določila izplačilo odškodnine v višini 30 milijonov avstralskih dolarjev. S&P se je pri tem zagovarjal, da so njihove ocene bile samo mnenja, česar pa avstralsko sodišče ni želelo upoštevati. Omenjena razsodba bi lahko bila dobra spodbuda za vlagatelje v Evropi (Wardell, 2012).

SKLEP

V obdobju pred krizo, ko so se bonitetne ocene držav območja evra večinoma zviševale, je bil ugled bonitetnih agencij manj vprašljiv. S pričetkom krize in z nižanjem ocen pa so bila dejanja bonitetnih agencij vedno bolj kritično obravnavana. K poslabšanju ugleda so delno prispevale agencije same, delno pa dejstvo, da prinašalcu slabih novic nikoli ne more biti prizaneseno.

Nedavna finančna kriza v svetu in trenutna evropska dolžniška kriza sta pokazali tudi marsikatero pomanjkljivost v delovanju bonitetnih agencij. Te bodo morale v prihodnje odpraviti navzkrižja interesov, zagotoviti večjo preglednost svojih metodologij in zmanjšati napake pri bonitetnih ocenah. Razviti bodo morale nove pristope k ocenjevanju kreditnega tveganja, s katerimi bodo lahko prej zaznale spremembe in se primerno odzvale.

Treba bo povečati konkurenco bonitetnega trga in zmanjšati vstopne ovire za nove udeležence. Nove bonitetne agencije bi morale predstavljati dobro protiutež obstoječim ameriškim, ki bi imele tudi boljši vpogled v gospodarska dogajanja evropskih članic. Prav tako bo treba povečati regulacijo in nadzor nad bonitetnimi agencijami, kar se je v EU delno že zgodilo.

Proučitev različnih predlogov za izboljšanje delovanja bonitetnih agencij je pokazala, kako težko je najti ustrezne rešitve, ki bi v celoti izboljšale trg bonitetnega ocenjevanja. Spremembe, ki nekje prinesejo izboljšave, lahko drugje povzročijo težave. Treba se je zavedati, da bonitetne ocene predstavljajo le del naložbene odločitve in ne morejo v celoti

nadomestiti lastne analize naložbenega tveganja. Na koncu je treba bonitetne ocene sprejemati kot predvidevanja, ki kot taka ne dajejo nobenega zagotovila, da se bodo dejansko uresničila.

Slovenija trenutno ohranja iste ocene s strani bonitetnih agencij oziroma se je padanje njene bonitetne ocene ustavilo. Treba je poudariti, da so napovedi o bonitetnih ocenah Slovenije večinoma prešle od negativnih k stabilnim. Za prihodnje dobre bonitetne ocene bodo bonitetne agencije zahtevale predvsem nadaljnji napredek pri uravnoteženju gospodarstva Slovenije. Pri tem bosta pomembna tudi dobra komunikacija med državo in bonitetnimi agencijami ter razkritje vseh informacij, bistvenih za bonitetno oceno.

Diplomsko delo je med drugim pokazalo, da so bonitetne agencije zelo vplivale na evropsko dolžniško krizo. Njihov zapoznel odziv je povzročil nadaljnjo poglobitev krize. Pri tem je treba opozoriti tudi na zapoznel odziv določenih evropskih držav oziroma Evropske unije, ki bi omogočil ustrezne in pravočasne gospodarske reforme. Številni udeleženci na finančnih trgih se namreč kljub vidnim znakom slabega gospodarskega stanja nekaterih evropskih držav niso odzvali v ustreznem času oziroma tega sploh niso storili, saj jim je dobra gospodarska situacija v svetu to omogočala.

LITERATURA IN VIRI

1. Alsakka, R., & ap Gwilym, O. (2011, november). Rating agencies' credit signals: An analysis of sovereign watch and outlook. *International Review of Financial Analysis*, 21, 45-55. Najdeno 14. aprila 2013 na spletnem naslovu <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1057521911000986>
2. Ap Gwilym, O., & Alsakka, R. (2011). Sovereign Rating Actions: Is the Criticism Justified? *Intereconomics*, 46(5), 248–253. Najdeno 27. marca 2013 na spletnem naslovu <http://www.ceps.eu/files/article/2011/10/Forum.pdf>
3. Becker B. & Milbourn T. (2011). How did increased competition affect credit ratings? *Harvard Business School*, 101(3), 493-514. Najdeno 14. aprila 2013 na spletnem naslovu http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/09-051_13e0275c-a3a4-48bd-a86a-2324d5d70b57.pdf
4. Cantor, R. & Packer, F. (1996, oktober). Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings. *Economic Policy Review*, 2(2), 37-54. Najdeno 9. aprila 2013 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1028774
5. Cullen, A. (2013, 29. april). European Rating Agency Plan Founders on Lack of Financing. *Bloomberg*. Najdeno 3. julija 2013 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/news/2013-04-29/european-rating-agency-plan-founders-on-lack-of-financing.html>
6. Deb, P., Manning, M., Murphy, G., Penalver, A., Toth, A. (2011). Whither the credit ratings industry? *Bank of England*. Najdeno 2. julija 2013 na spletnem naslovu http://www.bankofengland.co.uk/research/Documents/fspapers/fs_paper09.pdf
7. Dittrich, F. (2007, junij). The Credit Rating Industry: Competition and Regulation. Najdeno 3. aprila 2013 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=991821
8. Duan, J. C. & Van Laere, E. (2012, marec). A public good approach to credit ratings – From concept to reality. *Journal of Banking and Finance*. Najdeno 14. aprila 2013 na spletnem naslovu <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S037842661200074X>
9. House of Lords (2011, julij). Sovereign ratings: Shooting the messenger. Najdeno 13. marca 2013 na spletnem naslovu <http://www.publications.parliament.uk/pa/ld201012/ldselect/ldecom/189/189.pdf>
10. How We Rate Sovereigns (2012, 13. marec). *Standard & Poor's*. Najdeno 14. marec 2013 na spletnem naslovu http://www.standardandpoors.com/spf/ratings/How_We_Rate_Sovereigns_3_13_12.pdf
11. International Monetary Fund – IMF. (2010, oktober). Global Financial Stability Report: Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity. Najdeno 6. aprila 2013 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/02/pdf/text.pdf>
12. Komisija želi bolj kakovostne ocene. (2011, 15. november). Evropska komisija – Sporočilo za medije. Najdeno 2. junija 2013 na spletnem naslovu http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-1355_sl.htm

13. Lubej, B. S. (2012, 16. avgust). Koliko stanejo Slovenijo bonitetne ocene? *MMC RTV Slovenija*. Najdeno 18. avgusta 2013 na spletnem naslovu <http://www.rtv.slo.si/gospodarstvo/koliko-stanejo-slovenijo-bonitetne-ocene/289516>
14. Masciandaro, D. (2011). What If Credit Rating Agencies Were Downgraded? Ratings, Sovereign Debt and Financial Market Volatility. *Intereconomics*, 46(5), 254–257. Najdeno 27. marca 2013 na spletnem naslovu <http://www.ceps.eu/files/article/2011/10/Forum.pdf>
15. Moody's publishes sovereign rating methodology (2013, 12. september). *Moody's Investors Service*. Najdeno 13. septembra 2013 na spletnem naslovu https://www.moodys.com/research/Moodys-publishes-sovereign-rating-methodology--PR_282238
16. Moody's znižal bonitetno oceno Sloveniji (2013, 30. april). *Delo*. Najdeno 4. maja 2013 na spletnem naslovu <http://www.delo.si/gospodarstvo/podjetja/moody-s-znizal-bonitetno-oceno-sloveniji.html>
17. Odziv MF – Agencija Moody's znižala bonitetno oceno Slovenije za eno stopnjo z Aa3 na A1. (2011, 23. december). *Ministrstvo za finance RS*. Najdeno 5. aprila 2013 na spletnem naslovu http://www.mf.gov.si/nc/si/medijsko_sredisce/novica/article//1106/
18. OECD Economic Surveys: Ireland 2002-2003 (2003, julij). *OECD*. Najdeno 2. julija 2013 na spletnem naslovu http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/economics/oecd-economic-surveys-ireland-2003_eco_surveys-irl-2003-en
19. OECD Economic Surveys: Ireland 2008 (2008, april). *OECD*. Najdeno 2. julija 2013 na spletnem naslovu http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/economics/oecd-economic-surveys-ireland-2008_eco_surveys-irl-2008-en
20. Parlament potrdil strožje predpise za bonitetne ocene. (2013, 16. januar). Evropski parlament – Sporočilo za javnost. Parlament potrdil strožje predpise za bonitetne ocene. Najdeno 14. marca 2013 na spletnem naslovu <http://www.europarl.europa.eu/news/sl/pressroom/content/20130114IPR05310/html/Parlament-potrdil-stro%C5%BEje-predpise-za-bonitetne-ocene>
21. Partnoy, F. (1999). The Siskel and Ebert of Financial Markets: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies. *Washington University Law Quarterly*, 77(3), 619-712. Najdeno 2. maja 2013 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=167412
22. Paudyn, B. (2011). Misguided Ventures: A Quasi-Public European Union Credit Rating Agency. *Intereconomics*, 46(5), 259–262. Najdeno 27. marca 2013 na spletnem naslovu <http://www.ceps.eu/files/article/2011/10/Forum.pdf>
23. Rafailov, D. (2011). The Failures of Credit Rating Agencies during the Global Financial Crisis – Causes and Possible Solutions. *Economic Alternatives*, (1), 34- 45. Najdeno 22. maja 2013 na spletnem naslovu <http://alternativi.unwe.bg/alternativi/br51/04.pdf>
24. Rating Action: Moody's upgrades Ireland's sovereign ratings to Baa3/P-3: outlook changed to positive (2014, 17. januar). *Moody's Investors Service*. Najdeno 26. marca

- 2014 na spletnem naslovu https://www.moody.com/research/Moodys-upgrades-Irelands-sovereign-ratings-to-Baa3P-3-outlook-changed--PR_290559
25. Roundtable on Credit Rating Agencies (2009, april). Statement of Raymond W. McDaniel CEO and President, Moody's Investors Service Before the United States Securities and Exchange Commission. *Moody's Investors Service*. Najdeno 3. julija 2013 na spletnem naslovu <http://www.sec.gov/comments/4-579/4579-11.pdf>
 26. Ryan, J. (2012, januar). The Negative Impact of Credit Rating Agencies and proposals for better regulation. Najdeno 5. aprila 2013 na spletnem naslovu http://www.swp-berlin.org/fileadmin/contents/products/arbeitspapiere/The_Negative_Impact_of_Credit_Rating_Agencies_KS.pdf
 27. *SEC Orders*. Najdeno 30. junija 2013 na spletnem naslovu <http://www.sec.gov/about/offices/ocr.shtml#sec-orders>
 28. Sestanek Bratuškove z najbolj naklonjeno bonitetno agencijo (2013, 18. september). *MMC RTV Slovenija*. Najdeno 19. septembra 2013 na spletnem naslovu <http://www.rtvsl.si/gospodarstvo/sestane-k-bratuskove-z-najbolj-naklonjeno-bonitetno-agencijo/317965>
 29. Sibert, A. (2011, december). Rating Agencies. Najdeno 13. maja 2013 na spletnem naslovu <http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201203/20120323ATT41788/20120323ATT41788EN.pdf>
 30. Sovereign Rating And Country T&C Assessment Histories (2013, 4. januar). *Standard & Poor's*. Najdeno 2. julija 2013 na spletnem naslovu http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Ratings_US/TC_Assessment_Histories_1_4_13.pdf
 31. *Sovereigns Ratings List*. Najdeno 23. maja 2013 na spletnem naslovu <http://countryeconomy.com/ratings>
 32. Svenšek, K. & Bratanič, J. (2012, 17. januar). Skoraj ni gospodarskega projekta, ki bi prenesel trenutne obrestne mere. *Dnevnik*. Najdeno 30. junija 2013 na spletni strani <http://www.dnevnik.si/poslovni/novice/1042502727>
 33. Tajnikar bi tožil bonitetne hiše, ki Sloveniji nižajo bonitetne ocene. (2012, 8. avgust). Najdeno 4. julija 2013 na spletnem naslovu <http://www.reporter.si/slovenija/tajnikar-bi-tozil-bonitetne-hise-ki-sloveniji-nizajo-bonitetne-ocene/10744>
 34. Tichy, G. (2011). Did Rating Agencies Boost the Financial Crisis? *Intereconomics*, 46(5), 232–245. Najdeno 27. marca 2013 na spletnem naslovu <http://www.ceps.eu/files/article/2011/10/Forum.pdf>
 35. Timeline of a crisis: how Greece's tragedy unfolded (2011, 16. junij). *The Telegraph*. Najdeno 2. julija 2013 na spletnem naslovu <http://www.telegraph.co.uk/finance/economics/8580720/Timeline-of-a-crisis-how-Greeces-tragedy-unfolded.html>
 36. Urad za makroekonomske analize in razvoj – UMAR. (2012, 3. avgust). Poslabšanje bonitetnih ocen Slovenije posledica nadaljnjega zaostrovanja domačih finančnih razmer. Najdeno 1. junija 2013 na spletnem naslovu

http://www.umar.gov.si/index.php?id=62&tx_ttnews%5Btt_news%5D=1645&cHash=2653ccc205

37. Uredba (EU) št. 462/2013 Evropskega Parlamenta in Sveta z dne 21. maja 2013 o spremembi Uredbe (ES) št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah. (2013, maj). *Uradni list Evropske unije*. Najdeno 12. avgusta 2013 na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:146:0001:0033:SL:PDF>
38. Utzig, S. (2010, januar). The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective. *ADB Working Paper No. 188*. Najdeno 6. aprila 2013 na spletnem naslovu <http://www.adbi.org/files/2010.01.26.wp188.credit.rating.agencies.european.banking.pdf>
39. Veron, N. (2011, oktober). Rate expectations: What can and cannot be done about rating agencies. *Bruegel*. Najdeno 29. marca 2013 na spletnem naslovu <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/628-rate-expectations-what-can-and-cannot-be-done-about-rating-agencies/>
40. Wardell, J. (2012, 5. november). Australia's Federal Court issues landmark judgment against S&P, ABN Amro. *Reuters*. Najdeno 22. maja 2013 na spletnem naslovu <http://uk.reuters.com/article/2012/11/05/uk-australia-sp-lawsuit-idUKBRE8A405420121105>
41. Whelan, K. (2011). Ratings Agency Reform: Shooting the Messengers? Najdeno 13. maja 2013 na spletnem naslovu <http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201112/20111214ATT34191/20111214ATT34191EN.pdf>
42. White, J. L. (2010). Markets: The Credit Rating Agencies. *Journal of Economic Perspectives*, 24(2), 211-226. Najdeno 6. maja 2013 na spletnem naslovu <http://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.24.2.211>

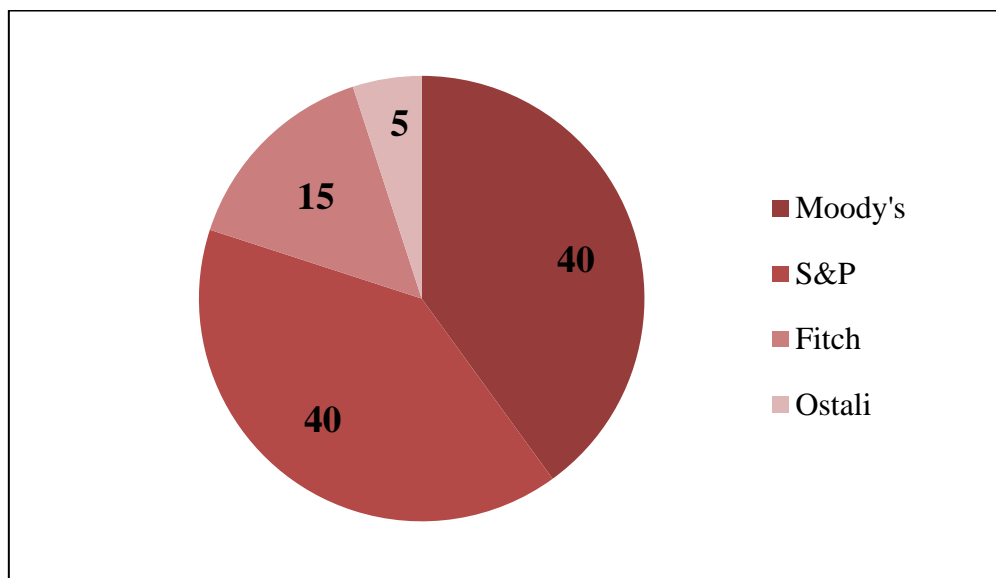
PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Tržni deleži bonitetnih agencij v %	1
Priloga 2: Primerjava bruto dobičkov Moody's, Fitch in S&P.....	2
Priloga 3: Časovna preglednica zniževanja bonitetne ocene Grčije	3
Priloga 4: Časovna preglednica zniževanja bonitetne ocene Irske	4
Priloga 5: Slovar slovenskih prevodov angleških izrazov	5
Priloga 6: Slovar kratic.....	6

Priloga 1: Tržni deleži bonitetnih agencij

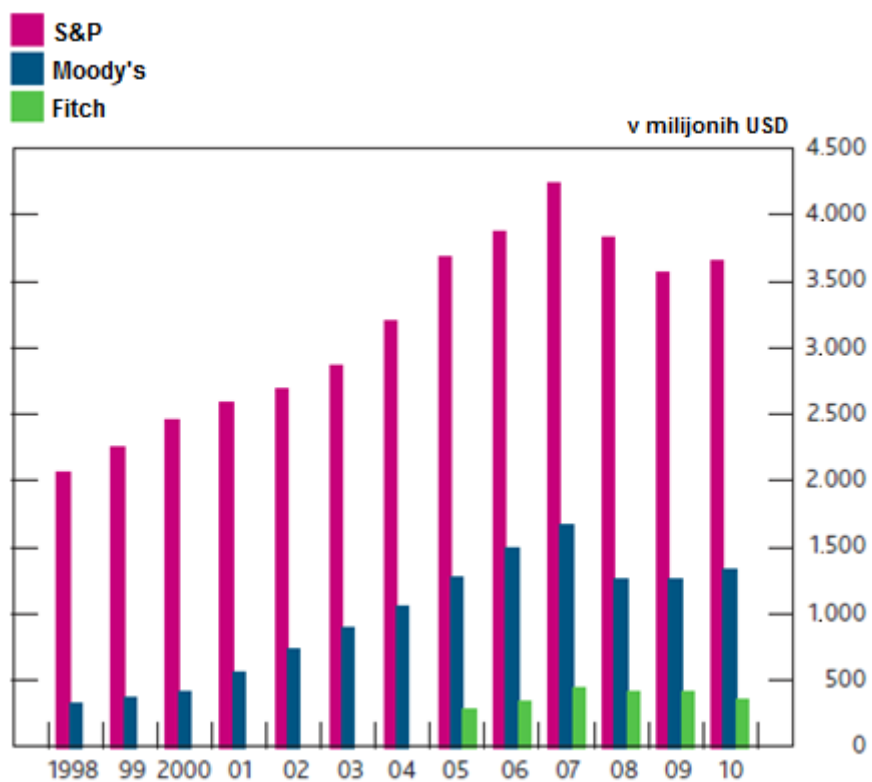
Slika 1: Tržni deleži bonitetnih agencij v %



Vir: White, *The Credit Rating Agencies*, 2010, str. 216–217.

Priloga 2: Primerjava bruto dobičkov Moody's, Fitch in S&P

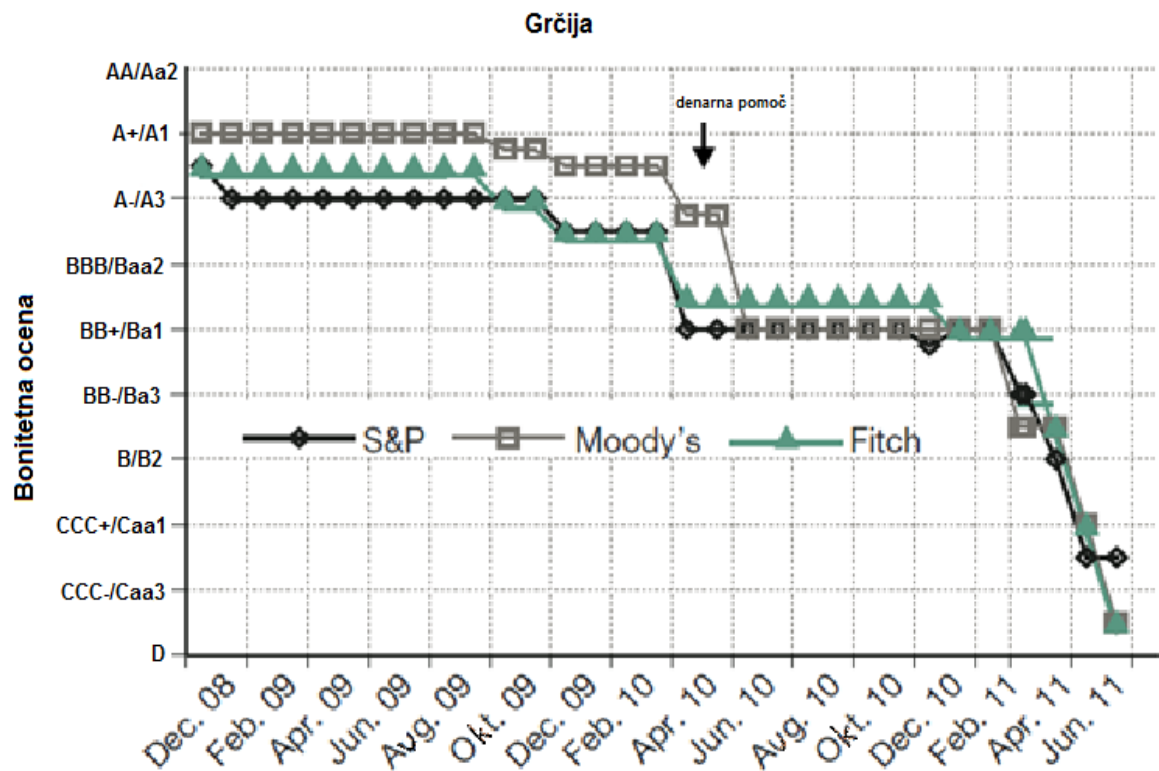
Slika 2: Primerjava bruto dobičkov Moody's, Fitch in S&P v obdobju 1998–2010



Vir: Deb et al., *Whither the credit ratings industry?*, 2011, str. 8.

Priloga 3: Časovna preglednica zniževanja bonitetne ocene Grčije

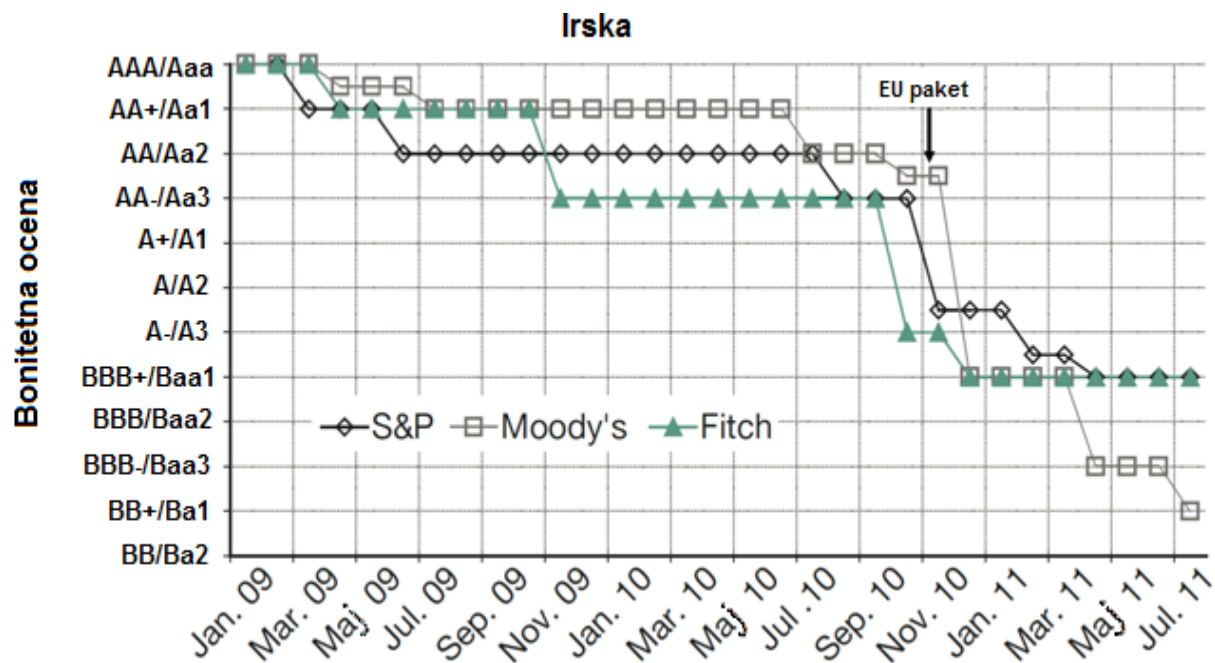
Slika 3: Časovna preglednica zniževanja bonitetne ocene Grčije



Vir: Tichy, *Did Rating Agencies Boost the Financial Crisis?*, 2011, str. 236.

Priloga 4: Časovna preglednica zniževanja bonitetne ocene Irske

Slika 4: Časovna preglednica zniževanja bonitetne ocene Irske



Vir: Tichy, *Did Rating Agencies Boost the Financial Crisis?*, 2011, str. 236.

Priloga 5: Slovar slovenskih prevodov angleških izrazov

Izraz v angleškem jeziku	Izraz v slovenskem jeziku
<i>cliff effects</i>	učinki naglega upada
<i>investor</i>	vlagatelj
<i>issuer</i>	izdajatelj vrednostnih papirjev
<i>junk bonds</i>	visoko tvegane obveznice
<i>rating agency</i>	bonitetna agencija
<i>rating outlook</i>	napovedovalna ocena
<i>rating shopping</i>	nakupovanje ocen
<i>solicited rating</i>	naročena bonitetna ocena
<i>sovereign rating</i>	bonitetna ocena države
<i>unsolicited rating</i>	nenaročena bonitetna ocena
<i>watch</i>	funkcija opazovanja

Priloga 6: Slovar kratic

Kratica	Izraz v angleškem jeziku	Izraz v slovenskem jeziku
ECAI	<i>External Credit Assessment Institution</i>	Priznane zunanje bonitetne agencije
ESMA	<i>European Securities Market Authority</i>	Evropski organ za vrednostne papirje in trge
EU	<i>European Union</i>	Evropska unija
FSB	<i>Financial Stability Board</i>	Odbor za finančno stabilnost
IMF	<i>International Monetary Fund</i>	Mednarodni denarni sklad
NRSRO	<i>Nationally Recognized Statistical Rating Organizations</i>	Nacionalno priznane statistične bonitetne organizacije
OECD	<i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i>	Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>	Ameriška agencija za nadzor nad trgom vrednostnih papirjev