

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**RATING AGENCIJE IN SEDANJA FINANČNA KRIZA**

Ljubljana, september 2008

MIHA PIBERNIK

## IZJAVA

Študent Miha Pibernik izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Mojmir Mraka in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne \_\_\_\_ 2008

Podpis: \_\_\_\_\_

# KAZALO

UVOD .....	1
1 KONCEPT BONITETNIH OCEN .....	2
2 RAZVOJ IN ZGODOVINA RATING AGENCIJ.....	4
2.1 FITCH .....	5
2.2 MOODY'S.....	6
2.3 STANDARD & POOR'S .....	6
3 KRITIKE KONCEPTA IN NAČINA POSLOVANJA RATING AGENCIJ .....	6
3.1 VSEBINSKE SLABOSTI RATING AGENCIJ IN PRIMER ENRONA .....	6
3.2 NAČIN FINANCIRANJA RATING AGENCIJ .....	10
4 VLOGA RATING AGENCIJ V SEDANJI FINANČNI KRIZI .....	11
4.1 ZAČETEK FINANČNE KRIZE.....	11
4.2 VLOGA RATING AGENCIJ PRI AMERIŠKI HIPOTEKARNI KRIZI.....	15
4.3 ODGOVOR RATING AGENCIJ NA KRITIKE .....	16
SKLEP.....	17
LITERATURA IN VIRI: .....	19

## **KAZALO TABEL**

Tabela 1: Razlaga ocen rating agencij Fitch, Moody's in Standard & Poor's .....	3
Tabela 2: Kronologija ocen obveznic podjetja Enron s strani rating agencij Moody's in Standard & Poor's.....	9
Tabela 3: Odpisi slabih terjatev bank in drugih finančnih institucij .....	14

## **KAZALO SLIK**

Slika 1: Primer refinanciranja hipotekarnih posojil .....	14
---	----

# UVOD

Rating oz. ocenjevalne agencije postajajo v svetu tveganja in turbolentnosti ter nestanovitnosti na mednarodnih finančnih trgih vse pomembnejše organizacije. Njihov primarni smoter je namreč za vlagatelja prikazati čim bolj realno sliko tveganja, ki ga za vlagatelja predstavlja določen instrument, pa najsi bo to bodisi obveznica, bodisi podjetje, bodisi država nasploh. Zaposleni v rating agencijah morajo imeti v oblasti precej znanj s področja finančnih trgov ter hkrati nevarnosti in tveganja predstaviti vlagatelju na razumljiv ter transparenten način. Zmotno je prepričanje, da je vloga rating agencij dragocenega pomena le v časih finančnih kriz ter recesij, kakršni smo priča v tem obdobju, kajti rating agencije zaznavajo morebitna prihajajoča tveganja tudi v času finančnega razcveta. Predvsem je delovanje rating agencij in regulatorjev na finančnem trgu pomembno predvsem v zgodnjem opozarjanju in odkrivanju nepravilnosti na trgu in sprotno ter ažurno obveščanje investitorjev ter drugih udeležencev. Njihov glavni namen je zmanjševati asimetrije informacij, ter zagotavljati enake informacije tako vodilnim v podjetju, kot tudi manjšinskim delničarjem.

Namen mojega diplomskega dela je predstavitev rating agencij, predvsem glavnih treh (*Fitch, Moody's in Standard & Poor's*) in kritika na račun njihovega delovanja ter vpliv v sedanji finančni krizi. Za razumevanje vloge rating agencij v sedanji finančni krizi bom predstavil tudi nastanek in potek finančne krize in prikazal posledice, ki jo ima tovrstna kriza na svetovno gospodarstvo.

Diplomsko delo je razdeljeno na šest poglavij, od katerih je prvo uvodno in zadnje sklepno poglavje.

Drugo poglavje je namenjeno predstavitvi bonitetnih ocen. Pojasnil bom pomen simbolov in črk pri posamezni oceni in opredelil katera ocena predstavlja za investitorja majhno tveganje in s tem veliko verjetnost poplačila dolga. Na drugi strani pa obstajajo ocene, ki dajejo posojilodajalcu vedeti, da je posojilojemalčeva zmožnost poplačila dolgov majhna ali nična.

V tretjem poglavju bom predstavil zgodovino treh največjih in najpomembnejših rating agencij in njihov razvoj od samega začetka pa vse so danes. Zakaj so agencije *Fitch, Moody's* in *Standard & Poor's* največje pa pričajo podatki o njihovih prihodkih. Prihodki rating agencije *Moody's* so leta 2007 znašali 2,259 milijarde dolarjev, agencije *Standard & Poor's* 2,75 milijarde dolarjev za leto 2006 in agencije *Fitch* 1,2 milijarde dolarjev.

Pri četrtem poglavju sem se ukvarjal z iskanjem razlogov za kritiko na račun delovanja rating agencij. Kritiki predvsem opozarjajo na njihove astronomske visoke marže (*Moody's* 50% in *Standard & Poor's* 30%), kot tudi na nepravočasno reagiranje, ko se v podjetju dogajajo finančne spremembe. Skušal bom ugotoviti tudi, če so ocene za isto podjetje med rating agencijami primerljive.

S petim poglavjem sem načel temo vloge rating agencij v sedanji finančni krizi. Začel sem s predstavitvijo razlogov za nastanek krize in skušal na primerih iz prakse prikazati njene posledice. S svojo nalogo bom poizkušal ugotoviti ali so za nastalo finančno krizo odgovorne le rating agencije ali je krivcev več.

V sklepu bom zabeležil svoje razmišljanje in s svojimi ugotovitvami zaključil diplomsko nalogo.

## 1 KONCEPT BONITETNIH OCEN

Rating agencije se ukvarjajo z izdelavo ocene tveganja oz. »ratinga« za ekonomske subjekte, ki se želijo zadolžiti na mednarodnem finančnem trgu. Brez te ocene je zadolževanje bodisi v obliki najema kreditov, izdaje obveznic ali drugih dolžniških vrednostnih papirjev praktično nemogoče. Na mednarodnem finančnem trgu se s pomočjo ocen lahko zadolžijo države, zvezdne dežele, pokrajine, mesta, podjetja idr. »Rating je na podlagi presojanja bonitete s simboli izraženo mnenje specializirane institucije o gospodarski sposobnosti ter pripravljenosti dolžnika popolno in pravočasno poravnati nujno dospele oz. zapadle dolgove. Rating je tako tudi ocena verjetnosti popolne in pravočasne poravnave dolžnikovih obveznosti« (Everling & Sarcher, 2003, str. 92). Rating je uporaben tudi pri rangiranju hotelov z zvezdicami, ocena člankov, filmskih predstav idr. Rating agencije svoje ugotovitve glede tveganja naložbe/dolga oz. plačilne sposobnosti izdajatelja izrazijo preprosto z oceno tveganja, z »ratingom«. Ocena je torej samo mnenje o relativnem tveganju, da določena obveznost ne bo plačana (Lampe, 2007, str. 39).

Mnenje oz. ocena rating agencij o sposobnosti poplačila dolgov ekonomskih subjektov mora biti neodvisno. Rating agencije torej ocenijo »dober« in »slab« dolg oz. »dobrega« in »slabega« kreditojemalca. Vsaka rating agencija ima svojo lestvico in simbole ocenjevanja ekonomskih subjektov z željo zadolževanja na mednarodnem finančnem trgu. Simboli, ki jih rating agencije uporabljajo so mednarodno priznani in prepoznavni, se pa od agencije do agencije rahlo razlikujejo. Večina agencij uporablja simbole s črkami od A do D. Rating z oznako AAA predstavlja najboljšo oceno in rating z oznako D najslabšo. Poleg črk se uporabljajo še dodatne oznake, kot so številke od 1 do 3, pa oznake +/-, ki podajajo še bolj prefinjeno oceno. Znak + pomeni uvrstitev v zgornjo tretjino posamezne skupine, medtem, ko znak – uvrstitev v spodnjo tretjino. Med njimi obstaja ločnica, ki ločuje ocene netvegane stopnje (ang. *investment grade*) od ocen tvegane stopnje (ang. *non investment grade*). Finančni regulatorji največkrat zahtevajo, da so investicije ocenjene z minimalno investicijsko stopnjo ocene ali več, torej z BBB- oz. Baa3 ali več (Lampe, 2007, str. 39).

Simboli se med različnimi agencijami razlikujejo. Absolutna primerljivost njihovih ocen je vprašljiva, saj v večini poročil in člankov agencije poudarjajo, da je njihova ocena edinstvena in neprimerljiva z drugimi zaradi specifičnosti metodologije in definicij. S poudarkom na

edinstvenosti pa lahko taka ocena postane neuporabna, saj daje ravno primerljivost ocen med agencijami investitorju popolnejšo sliko o tveganosti naložbe (Lampe, 2007, str. 39).

Tabela 1: Razlaga ocen rating agencij Fitch, Moody's in Standard & Poor's

<i>Standard &amp; Poor's</i>	<i>Moody's</i>	<i>Fitch</i>	BONITETNE STOPNJE
AAA	Aaa	AAA	<b>zelo dobra:</b> odlična, najvišja boniteta, zelo majhno tveganje.
AA+	Aa1	AA+	<b>zelo dobra do dobra:</b> velika verjetnost plačila obveznosti.  <b>dobra do zadovoljiva:</b> primerna sposobnost plačevanja finančnih obveznosti, veliko dobrih signalov za investiranje, vendar tudi nekaj elementov, ki bi se lahko izkazali kot negativni v primeru gospodarskih sprememb.
AA	Aa2	AA	
AA	Aa3	AA	
A+	A1	A+	
A	A2	A	
A-	A3	A-	
BBB+	Baa1	BBB+	<b>zadovoljiva:</b> primerna sposobnost plačevanja finančnih obveznosti, hkrati pa obstajajo tudi špekulativni elementi in pomanjkljiva zaščita v primeru večjih gospodarskih sprememb.
BBB	Baa2	BBB	
BBB-	Baa3	BBB-	
BB+	Ba1	BB+	<b>zadostna:</b> zelo zmerna plačilna sposobnost tudi v dobrem gospodarskem okolju, verjetnost nastanka zamude pri plačilu obveznosti še vedno obstaja.
BB	Ba2	BB	
BB-	Ba3	BB-	<b>pomanjkljiva:</b> obstajajo majhna jamstva za plačilo obveznosti, velika verjetnost, da bo prišlo do zamude pri plačilu obveznosti.
B+	B1	B+	
B	B2	B	
B-	B3	B-	
CCC	Caa (1-3)	CCC	<b>nezadostna:</b> najnižja kvaliteta, nezatna zaščita vlagateljev, pogosto zamujanje pri plačilih, velika nevarnost plačilne nesposobnosti.
CC	Ca	CC	
C		C	
SD/D	C	DDD DD D	<b>plačilna nesposobnost:</b> neprestano zamujanje pri plačilih.

Vir: M. Križaj, Minimalne kapitalske zahteve – prvi steber nove kapitalske sheme, 2003, str. 2-3.

S svojimi ocenami rating agencije pomagajo potencialnim kreditodajalcem in kupcem obveznic oceniti tveganost naložbe. Z oceno se zmanjša asimetrija informacij, ki bi jo bili bodoči kreditodajalci in investitorji deležni. Saj vsi vlagatelji ne premorejo toliko znanja, da



bi lahko sami ocenili tveganost posla, drugi ne premorejo dovolj denarnih sredstev za tako oceno, katere proces zahteva tudi veliko časa. Ocene rating agencij povečujejo fleksibilnost in transparentnost finančnih trgov.

Rating agencija je storitveno podjetje, ki investicijski javnosti prodaja lastno znanje o kvaliteti njihovih potencialnih naložb oziroma o tveganju naložb v obliki nakupa delnic, obveznic, depozita in drugih oblik finančnega dolga. Svoje znanje agencija prodaja v obliki splošno sprejetih ocen, ki so relativne ocene o tveganju, da potencialni dolžnik dolga ne bo sposoben poplačati v določenem roku. S svojo oceno agencija sporoča investitorjem svoje mnenje, da je naložba bolj oziroma manj tvegana v primerjavi z drugimi naložbami iste vrste. Agencija torej ne priporoča ali svetuje nakupa, prodaje ali zadržanja določene naložbe, kar je temeljna razlika med njimi in investicijskimi analitiki ali revizorji. Pomembno je, da je to mnenje neodvisno, nepristransko in oblikovano na podlagi podrobne analize relevantnih podatkov o naložbi oziroma dolžniku (Kovač, 2006, str. 6).

## 2 RAZVOJ IN ZGODOVINA RATING AGENCIJ

Začetek rating agencij sega že v 19. stoletje, ko je zometke začela dobivati prva rating agencija *Standard & Poor's*. Nagel razvoj predvsem glavnih treh (*Fitch*, *Moody's*, *Standard & Poor's*) rating agencij se je začel v 20. stoletju. Nagel razvoj in širitev na tuje trge ter s tem tudi enormne prihodke jim je omogočila hitra globalizacija sveta in pionirstvo na tem področju. K naglemu razvoju je pripomoglo tudi dejstvo, da do danes še ni znane alternative, katera bi omogočala finančnim subjektom, zadolžiti se na mednarodnem finančnem trgu. Saj banke in drugi investitorji brez ocene rating agencije niso pripravljene investirati ali dati posojila nekomu brez ocene o njihovi kredibilnosti ene od rating agencij. Danes se lahko rating agencije pohvalijo s prihodki, ki so večji od prihodkov nekaterih manjših držav. Njihovo poslovanje pa se je razširilo po vsem svetu. predstavil bom nekatere osupljive podatke o njihovi uspešnosti:

- Leta 2007 so pri *Standard & Poor's* objavili več kot 510.000 ocen. Od tega 208.000 novih in 302.000 popravljenih ocen v več kot 100 državah. Ocenili so za več kot 34.000 milijard dolarjev dolžniških vrednostnih papirjev in 2000 delnic. Prihodki za leto 2006 so znašali 2,75 milijarde dolarjev (*S&P's Public Finance Criteria*, 2007).
- Prihodki ocenjevalne agencije *Moody's* so leta 2007 znašali 2,259 milijarde dolarjev, kar je bilo za 11% več kot leto poprej. Danes objavljajo ocene o več kot 170.000 vrednostnih papirjih in preko 137.000 institucij.
- Ocenjevalna agencija *Fitch* danes deluje v več kot 90 državah sveta, ima 49 podružnic in podaje mnenje in ocene o 2000 podjetjih s celega sveta. Prihodki agencije *Fitch* so znašali 1,2 milijarde dolarjev. Ocenjuje pa več kot 111.300 institucij.

Tržni delež agencije *Fitch* je 14% medtem, ko kombiniran tržni delež *Standard & Poor's* in *Moody's* znaša kar 80%. Ostali tržni delež je razdeljen med preostale ocenjevalne agencije po svetu.

Tako pomembno dejavnost pa je potrebno tudi nadzorovati. Tako je leta 1975 Ameriška komisija za trg vrednostnih papirjev (ang. *Securities nad Exchange commision*, ali krajše SEC) začela uradno priznavati samo kreditne ocene izbranih agencij, imenovanih *Nationally recognized statistical rating organizations* ali NRSRO. Trenutno obstaja pet NRSRO agencij: *Moody's Investor Service, Inc.*, *Fitch, Inc.*, *Standard and Poors, a division of The McGraw-Hill Companies Inc (S&P's)*, *Dominion Bond Rating Service Limited in AM Best* (Kovač, 2006, str. 4). Komisija je tudi zahtevala, da rating družb, ki kotirajo na borzi ocenjujejo ocenjevalne agencije združene v NRSRO (Kovač, 2002, str. 8). To je bil odgovor na kreditno krizo z začetka leta 1970. S tem priznanjem pa se nadzor nad rating agencijami po mnenju mnogih strokovnjakov ni povečal, povečal naj bi se le monopol agencij vključenih v NRSRO. Danes po svetu deluje že več kot 150 rating agencij.

Predstavil bom zgodovino treh najpomembnejših ocenjevalnih agencij *Fitch*, *Moody's*, *Standard & Poor's*, ki so prisotne tudi na slovenskem finančnem trgu.

## 2.1 FITCH

Rating agencijo *Fitch* je 24. decembra 1913 ustanovil *John Knowles Fitch*. Locirana je v finančnem okrožju New Yorka. Sprva so izdajali finančne statistike. Njihovih uslug pa se je posluževala tudi borza v New Yorku. Leta 1924 so predstavili simbole za ocenjevanje in sicer od AAA do D. Od leta 1989, ko je agencijo prevzelo novo vodstvo, je agencija neprestano rasla in širila svoj ponudbo produktov, ter se širila na trge izven meja Združenih držav Amerike. Leta 1997 se je združila s agencijo *IBCA Limited* s sedežem v Londonu. Ta združitev je pospešila prisotnost in obseg delovanja po vsem svetu na področju bančništva, finančnih institucij in ocen kreditnega tveganja držav. V nadaljnjem širjenju podjetja so prevzeli še dve ocenjevalni agenciji in sicer *Duff & Phelps Credit Rating Co.* in *Thomson BankWatch*.

Danes je agencija *Fitch* globalna rating agencija in zaposluje več kot 2100 ljudi v 49 podružnicah po vsem svetu. Sedež ima tako v Londonu kot tudi v New Yorku.

## 2.2 MOODY'S

Agencijo je ustanovil *John Moody* leta 1900. Prvotno so se ukvarjali s podajanjem informacij in statistike o delnicah, obveznicah za finančne institucije, državne institucije, rudarstvo, proizvodnjo in prehransko industrijo. Kmalu so bile njihove publikacije razprodane in leta 1903 je bil priročnik rating agencije *Moody's* znan po vseh Združenih državah Amerike. Leta 1907 so morali zaradi zloma borze prodati svoj posel s priročniki. *John Moody* se je na finančni trg vrnil leta 1909 z ocenjevanjem kreditnega tveganja obveznic, ki so jih izdale železnice v Združenih državah Amerike. Registracija *Moody's Investors Service* leta 1914 je pomenila nov mejnik družbe, saj so do leta 1924 z ocenami kreditnega tveganja obveznic skoraj 100% trga obveznic v Združenih državah Amerike.

Danes je rating agencija *Moody's* priznana po vsem svetu, saj jim zaupa več kot 9300 investitorjev, ter 2400 institucij po vsem svetu. Svoje podružnice imajo razporejene po vsem svetu, zaposlujejo 3000 ljudi, med njimi 1000 finančnih analitikov.

## 2.3 STANDARD & POOR'S

*Standard & Poor's* rating agencija je najstarejša ocenjevalna agencija. Začetki segajo v leto 1860. Ime kot ga poznamo danes pa je dobila leta 1941, ko sta se združili podjetji *Standard Statistics* in *Poor's Publishing Company*. Pred to združitvijo je podjetje *Standard Statistics* delovalo podjetje, ki je objavljalo finančne informacije o podjetjih v Združenih državah Amerike. Leta 1966 pa je družba *The McGraw-Hill Companies, Inc.* kupila *Standard & Poor's*.

Danes ima *Standard & Poor's* zaposlenih 8500 ljudi, ki so zaposleni v 23 podružnicah po vsem svetu.

# 3 KRITIKE KONCEPTA IN NAČINA POSLOVANJA RATING AGENCIJ

## 3.1 VSEBINSKE SLABOSTI RATING AGENCIJ IN PRIMER ENRONA

Kvalitete rating agencij bi morale biti v primerljivosti ocen med rating agencijami in pravočasno reagiranje na finančne spremembe podjetja ali druge institucije. Ena od prednosti

rating agencij bi moralo biti tudi dejstvo, da jih je velika večina v zasebni lasti in so tako neodvisne od politike in financiranja posamezne države.

Pomanjkljivost rating agencije se kaže predvsem v prepočasnem spreminjanju ocen podjetij kateri so predmet ocenjevanja. To izjavo lahko potrdim s podatkom, da je imelo podjetje Enron štiri dni pred objavo stečaja oceno netvegane stopnje oz. *investment grade*, čeprav so bile rating agencije dobro seznanjene s položajem podjetja že več mesecev. Tu se je pojavil dvom o informacijski vrednosti rating agencij. Druge kritike letijo tudi na preveč domač odnos rating agencij z menedžmentom podjetij, ki so predmet ocenjevanja. Predstavniki rating agencij in predstavniki podjetij, ki so predmet ocenjevanja se zelo pogosto srečujejo. Na teh sestankih rating agencije svetujejo podjetjem, kakšne ukrepe naj sprejemajo, da lahko ohranjajo določen rating. Občasno so rating agencije kritizirane tudi zaradi njihovega monopolnega položaja, zlasti treh največjih (*Fitch, Moody's, Standard & Poor's*) in njihovih zelo visokih marž ( *Moody's* 50% maržo, *Standard & Poor's* pa s 30%). Monopolni položaj rating agencij je posledica dejstva, da njim prave alternative še ni.

Glede na podobno metodologijo in visoko usposobljenost analitikov v treh najpomembnejših ocenjevalnih agencijah, je pričakovati primerljivost ocen kreditnega tveganja podjetij. Kot v svoji strokovni razpravi ugotavlja Simona Kovač temu ni tako. Primerjala je ocene dvajsetih največjih bank srednje in vzhodne Evrope po kriteriju obsega kapitala in največjo slovensko banko NLB d.d., ki so jih ocenile tri največje rating agencije *Fitch, Moody's in Standard & Poor's*. Ugotovila je velike razlike med ocenami rating agencij za isto banko. V štirih primerih je ugotovila največje možno odstopanje za štiri ocene. Pri Novi Ljubljanski banki d.d., pa je agencija *Fitch* podala oceno kar za tri ocene višje od ocene *Standard & Poor's*. Še bolj nesprejemljivo pa je dejstvo, da pri petih bankah (Kredit Bank S.A., BIG Bank Gdanski S.A. Capital Group, Komercni Banka A.S., Powszechna Kasa Oszczednosci Bank in Ceska Sporitelna A.S.) ocene hkrati banko uvrstijo v *investment grade* oz. oceno netvegane stopnje in v *non-investment grade* oz. oceno tvegane stopnje (Kovač, 2002, str. 8).

Zanimivo je, da vseh pet bank prihaja iz vzhodne Evrope in sicer iz Poljske in Češke. To je za potencialne kreditodajalce lahko zelo varljivo. Če nek potencialni kreditodajalec pozna oceno le ene rating agencije za dotično banko, ja ta ocena lahko varna in je *investment grade*, ko pa primerja oceno pri drugi rating agenciji pa je za isto banko ta ocena *non-investment grade*. Seveda je kreditodajalec v velikih dvomih ali naj posodi denar banki s tako odstopajočima ocenama. Velika verjetnost je, da se potencialni kreditodajalec ne bo odločil za posojilo, ali pa bo to posojilo zaščiteno z zelo visokimi obrestmi. Na drugi strani banka, ki potrebuje denar je prikazana enkrat v »dobri« luči in spet drugič v »slabi«. To ji lahko povzroča velike težave pri pridobivanju likvidnih sredstev, ki so nujna za njen nadaljnji razvoj in lahko ogrozi tudi njeno nadaljnjo existenco. K razlogom za tako odstopanje je delno mogoče pripisati različni politiki, ki jo vodijo posamične rating agencije pri podajanju ocen kreditnega tveganja za dolgoročne naložbe v tujini (Kovač, 2002, str. 8). To pa znižuje kredibilnost ocen rating agencij in zmanjšuje objektivnost investorjev pri presoji o

tveganosti posameznih naložb. S tem se povečuje asimetrija informacij, katero naj bi ravno rating agencije poizkušale izničiti. Asimetrija informacij pa lahko omaja stabilnost finančnih trgov in podaja dvome o njihovo učinkovitost. Če bi zaradi takega stanja finančnih trgov in ocene banke, da obstaja velika verjetnost, da le-ta ne bo zmožna povrniti vseh svojih obveznosti, lahko med komitenti tako fizičnimi kot praviloma bolje informiranimi in poučenimi pravnimi osebami nastane panika. Ta panika lahko ogrozi delovanje banke, saj lahko v skrajnem primeru komitenti banke zaradi nezaupanja množično začnejo dvigovati svoje prihranke in banko spravijo v bankrot. Bankrot banke pa meče slabo luč na državo, v kateri je imela banka sedež in tako še poglobi negotovost na finančnem trgu.

Enron je bilo ameriško energijsko podjetje s sedežev v Hustonu. V svojih najboljših časih je zaposlovalo 22.000 ljudi po celem svetu. Podjetje je poslovalo z električno energijo, zemeljskim plinom, papirjem, celulozo in telekomunikacijskimi storitvami. V letu pred stečajem so prihodki Enrona znašali kar 101 milijardo dolarjev. S svojim poslovanjem so si hitro pridobili ugled v družbi. S strani revije Fortune so bili kar šest let zapored razglašeni za najbolj inovativno ameriško podjetje. Vzrok za stečaj je bilo odkritje, da so več let goljufivo prikazovali poslovne izide, ki pa so bili zelo olepšani. Po odkritju goljufije je vrednost Enronovih delnic padla z 90 dolarjev za delnico na 5 centov za delnico. Preiskava je pokazala, da je bilo goljufanje s prikazovanjem olepšanih poslovnih izidov načrtovano. Zaradi stečajnega postopka je delo izgubilo 4.000 zaposlenih, 29 vodilnim delavcem pa so na sodišču dokazali poslovne goljufije. Veliko jih je pristalo v zaporu, drugi so se sojenju izognili s visoko denarno poravnavo iz svojega premoženja. Podjetje Enron se je izognilo likvidaciji in še vedno deluje.

Kritika na račun ocenjevalnih agencij na način delovanja v primeru Enron se zdi na mestu. Čeprav se je na trgu z dolžniškimi vrednostnimi papirji z Enronovimi obveznicami že nekaj časa trgovalo po cenah, ki so bile enaki ravni visoko tvegane obveznice ang. *junk-bonds*, pa so rating agencije njihove obveznice še vedno ocenile kot zelo dobre in z zelo majhnim tveganjem. Pripisale so jim najboljšo možno oceno »AAA«. To pa se je zgodilo zaradi tega, ker so rating agencije ocenjevale obveznice predvsem na dolgi rok in niso spremljale dnevnega dogajanja na trgu in le-tega vključile v svojo oceno. Ko pa so rating agencije le videle svojo napako in svojo oceno popravile v oceno *non-investment grade* je kmalu zatem sledil stečaj družbe. Vse glasnejše pa so bile tudi obtožbe, da ocenjevalne agencije niso hitreje spreminjale ocen, ker so s strani Enrona dobivale enormne količine denarja za svoje ocene in so ga na ta način skušale zaščititi. Denarna sredstva, ki jih je Enron nakazoval rating agenciji *Standard & Poor's* za oceno svojih dolžniških vrednostnih papirjev so variirala od 5.000 do 1.500.000 dolarjev. Krešejo pa se mnenja o vzroku stečaja. Nekateri so mnenja, da je bil stečaj posledica goljufije in posledično finančnih težav podjetja. Večji kritiki rating agencij pa so mnenja, da je bil stečaj posledica znižanja ocene obveznic na *non-investment grade*, kar je posledično prekinilo priliv finančnih sredstev v podjetje in sledil je stečaj.

Tabela 2: Kronologija ocen obveznic podjetja Enron s strani rating agencij Moody's in Standard & Poor's.

DATUM	S&P	Moody's
19.4.2001	BBB+	Baa1
27.6.2001	BBB+	Baa1
15.8.2001	BBB+	Baa1
16.10.2001	BBB+	Baa1 (neg.)
23.10.2001	BBB+	Baa1 (neg.)
24.10.2001	BBB+	Baa1 (neg.)
26.10.2001	BBB+	Baa1 (neg.)
29.10.2001	BBB+	Baa2 (neg.)
31.10.2001	BBB+	Baa2 (neg.)
1.11.2001	BBB (neg.)	Baa2 (neg.)
6.11.2001	BBB (neg.)	Baa2 (neg.)
7.11.2001	BBB (neg.)	Baa2 (neg.)
9.11.2001	BBB- (neg.)	Baa3 (neg.)
21.11.2001	BBB- (neg.)	Baa3 (neg.)
26.11.2001	BBB- (neg.)	Baa3 (neg.)
28.11.2001	BBB- (neg.)	Baa3 (neg.)
28.11.2001	B-	B2 (neg.)
29.11.2001	B-	B2 (neg.)
30.11.2001	CC (neg.)	B2 (neg.)
3.12.2001	D	Ca

Vir: S.J., Eagan, Enron case, 2002.

Navedel bom še nekatere primere poznega reagiranja rating agencij:

- Podjetje *The California utilities* je bilo dva tedna pred objavo stečaja s strani rating agencij ocenjeno z oceno A-.
- Podjetje *Worldcom*, kljub oceni *investment grade* bankrotiralo tri mesece kasneje.

- Podjetje *Global Crossing* je bilo marca leta 2002 ocenjeno z oceno *investment grade*, julija 2002 pa ni bilo zmožno odplačevati najetih posojil.
- Podjetje *AT&T Canada* se je februarja 2002 ponašalo z oceno *investment grade*, a je septembra 2002 objavilo stečaj.

### 3.2 NAČIN FINANCIRANJA RATING AGENCIJ

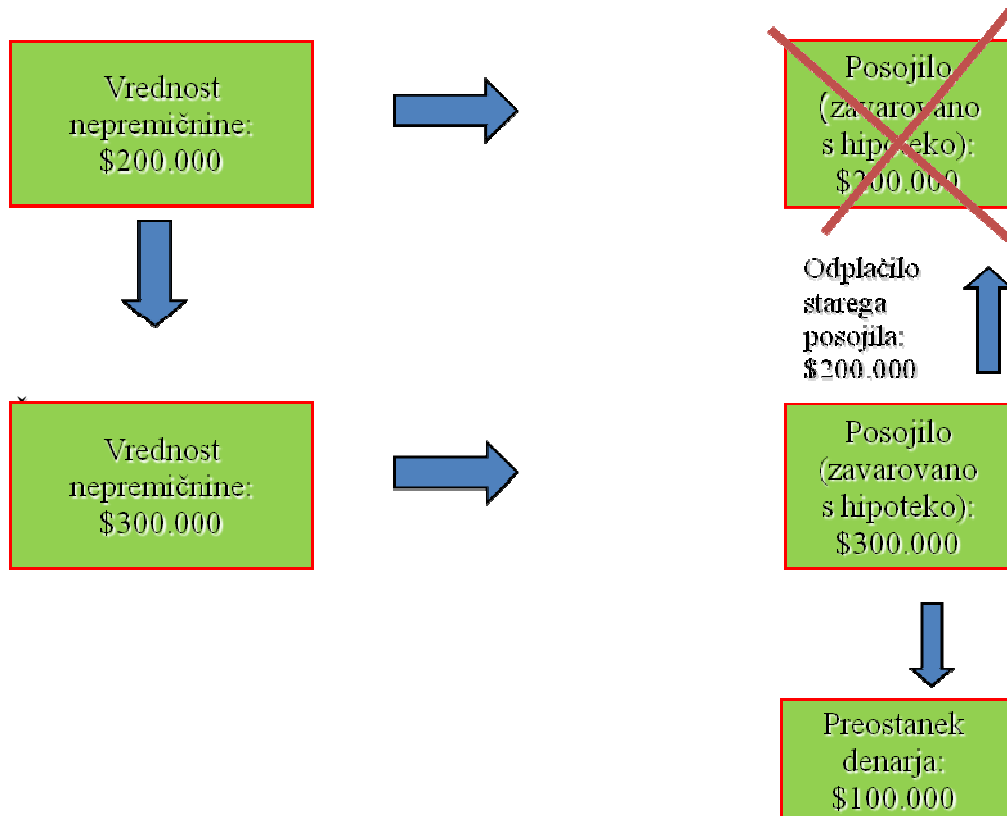
Na začetku delovanja rating agencij so se le-te preživljale s prihodki naročniških članarin. Z razvojem tehnologije in ker je ta postala vsesplošno dostopna, je bilo težko nadzirati in preprečiti pretok in nelegalno prodajo informacij, so rating agencije spremenile način zaračunavanja svojih storitev. Sedaj prihodke dobivajo pri naročilu ocenjevanja in od plačila za dostop do baze podatkov. Pri *Moody's* ocenjujejo, da 90% prihodkov dobijo od izdajateljev vrednostnih papirjev in drugih naročnikov. Dejstvo, da podjetja in države plačujejo za storitve ocenjevalnih agencij je sporno. Podjetja, ki rating agencijam plačajo večjo vsoto denarja, bi zaradi tega dejstva lahko dobila višjo oceno ali pa bi svoje podjetje preselilo v kakšno drugo državo in si s tem ravno tako izboljšalo oceno. Z višjo oceno bi posojilodajalci dobili posojila pod ugodnejšimi pogoji. Posojilodajalci kot so banke, zavarovalnice, pokojninski skladi in investicijski skladi pa bi svoj denar zaupali nekemu, pri katerem obstaja možnost, da sposojenega denarja ne bo zmožen vrniti, čeprav so omenjenemu posojilodajalcu rating agencije namenile visoko oceno oz. ga obravnavajo kot sposobnega za poravnanje vseh svojih obveznosti. Tako so lahko posojilodajalci v dvojni nevarnosti. Svoj denar posodijo pod ugodnejšimi pogoji, čeprav bi lahko iztržili veliko več (njihova obrestna mera za izposojen denar bi morala biti višja) in tudi obstaja velika nevarnost neplačila, v kateri pa se zagotovo ne bi znašli, če bi rating agencija svoje delo opravila korektno. Da bi se izognili tem kritikam, so pri *Moody's* obljubili, da bodo vsako začetno neplačano oceno brez soglasja izdajatelja objavili v obvestilu za javnost (Kovač, 2006, str. 11). Marža rating agencije *Moody's* znaša tudi do 50%, malo nižjo, a še vedno visoko maržo ima agencija *Standard & Poor's*, ki znaša 30%. Marže in članarine agencije *Fitch* so tudi zaradi občutno nižjega tržnega deleža dosti nižje.

## 4 VLOGA RATING AGENCIJ V SEDANJI FINANČNI KRIZI

### 4.1 ZAČETEK FINANČNE KRIZE

Sedanja finančna kriza ima korenine v Združenih državah Amerike. Začelo se je na trgu hipotekarnih posojil. Posojila so kreditorejmalci v normalnih razmerah lahko odplačevali z refinanciranjem. S terminom normalne razmere mislim predvsem na gospodarsko rast v Združenih državah Amerike. V normalnih razmerah je tudi običajno, da cene nepremičnin ne prestando naraščajo, da se dohodki gospodinjstev povečujejo in da so obrestne mere nizke ali pa celo padajo. V letu 2003 je nepremičninski trg v Ameriki začel naglo rasti. Rasel je tudi z več kot 10% letno stopnjo rasti in kmalu se je ponudba nepremičnin povečala kar za polovico. V letih 2006 in 2007 so ameriške banke odobrile za več kot 3200 milijard dolarjev hipotekarnih kreditov. Hipotekarna posojila pa so dobivala tudi gospodinjstva z nižjimi prihodki in teh gospodinjstev je bilo kar 20% od vseh gospodinjstev, katerim je bil odobren hipotekarni kredit. Ameriške kreditne institucije so dajale ugodna posojila tudi tistim slojem prebivalstva, ki si zaradi svojih prihodkov in bonitete ne bi mogli privoščiti nakupa nepremičnine. V tako rožnatih razmerah je dolgo časa deloval trg nepremičnin v Združenih državah Amerike.

Slika 1: Primer refinanciranja hipotekarnih posojil



Vir: V. Rant, Ameriška finančna kriza 2007-08. Prosojnice predmeta Mednarodno finančno okolje, 2008.



Vendar pa so se razmere kmalu spremenile. FED (ang. *Federal Reserve*) je zaradi visoke gospodarske rasti višal obrestne mere, posledično pa so se višali obroki posojil z variabilno obrestno mero. Ponudba nepremičnin je kmalu preseгла povpraševanje po njih. Zaradi povečane ponudbe so cene nepremičnin začele padati in posojilojemalci niso mogli odplačevati svojih obveznosti z refinanciranjem, saj je bil njihov dolg večji od vrednosti nepremičnine. Veliko ljudi je izgubilo svojo nepremičnino. V letu 2007 je število posojilojemalcev kateri niso bili zmožni odplačevati posojil naraslo na najvišjo raven v 20 letih na 5,59%. Nekatere napovedi pravijo, da naj bi v letu 2008 svoje domove izgubilo preko milijona ljudi. Do širitve krize je privedla pretirana sekuritizacija (preoblikovanje naložb v vrednostne papirje in njihova prodaja na sekundarnem trgu) oz. lastninjenje drugorazrednih posojil, trg je prevzemal previsoka tveganja, na koncu pa je želja vseh, da jih reši FED, seveda jih pri tem ne zanima vprašanje moralnega hazarda . (Doles, Jelovčan, Kastelic, 2008, str. 59). Proces sekuritizacije je zaključen, ko se s kupnino od prodanih vrednostnih papirjev poravna kupnina za odkupljene terjatve. Sekuritizacija se prodajalcu izplača, če mu denarna sredstva, pridobljena s prodajo terjatev, prinašajo večjo donosnost v primerjavi z donosnostjo odprodanih terjatev. Na proces sekuritizacije v ZDA je vplivala tudi izjemna rast hipotekarnega dolga, saj se je dolg v zadnjih desetih letih povečeval 3-krat hitreje kot rast BDP-ja. To lahko podkrepim z dejstvom, da imata samo *Freddie Mac* (ang. *Federal Home Loan Mortgage Corporation*) in *Fannie Mae* (ang. *Federal National Mortgage Association*) v lasti za okrog 5.000 milijard dolarjev hipotekarnega dolga v ZDA. *Freddie Mac*, *Fannie Mae* in *Ginnie Mae* so ameriške investicijske banke. *Freddie Mac*, *Fannie Mae* sta državno financirani kreditni agenciji, ki skrbita za likvidnost na sekundarnem hipotekarnem kreditnem trgu. Ti dve inštituciji pomagata posojilodajalcem s financiranjem, ki lahko najemnikom hipotek ponudijo ugodnejše pogoje odplačevanja in tako pomagata posojilojemalcem, da refinancirajo hipoteke pod ugodnejšimi pogoji.

Na hipotekarno krizo je vplivalo tudi dejstvo, da ZDA porabile več denarja, kot so ga ustvarile. Presežki denarja so se prelivali predvsem iz Azije. Proračunski primanjkljaj se je vsako leto povečeval in leta 2006 znašal 6,2% BDP. Banke so nastal položaj s slabimi terjatvami začele reševati tako, da so svoje terjatve začele prodajati. Kupci teh terjatev so posojila spremenila v tako imenovane CDO-je.

CDO-ji (angl. *Collateralised Debt Obligation*) so vrednostni papirji, ki so zavarovani z različnimi dolžniškimi instrumenti, kot so obveznice, posojila, strukturirani vrednostni papirji, hipotekarne obveznice ipd. Na podlagi portfelja obveznic in/ ali posojil izdajatelj izda več vrednostnih papirjev različnih razredov oz. tranš. Z investiranjem v posamezno tranšo CDO-ja vlagatelj investira v portfelj diverzificiranih naložb (sestava premoženja se pri različnih CDO-jih razlikuje), hkrati pa z izborom ustrezne tranše in s tem ravni subordinacije izbere tudi raven kreditnega tveganja, ki ga je pripravljen sprejeti (Doles, Jelovčan, Kastelic, 2008, str. 58). Ocene rating agencij o CDO-jih so bile zelo ugodne, prodajo pa so pospešile tudi obljube o visokih donosih. Nihče pa se ni zmenil na opozorila o velikem tveganju teh vrednostnih papirjev. Zaradi večje ponudbe CDO-jev od povpraševanja je bila cena nizka in

tako še privlačnejša za investitorje. Vendar so se investitorji opekli. Med investitorji so bili predvsem vzajemni skladi in banke z vsega sveta, ki sedaj beležijo velike izgube. Tako se je ameriška hipotekarna kriza preselila na Evropo in preostali svet. Kasneje se je izkazalo, da so bile tudi ocene rating agencij o CDO-jih napačne. Veliko bank, ki so dajala hipotekarna posojila ali kupovala CDO-je, so utrpele velike izgube, saj so morale odpisati velike količine terjatev. Menedžerji evropskih bank so obljubljene visoke donose videli kot priložnost za izboljšanje poslovnih rezultatov svojih bank. Zaradi boljših rezultatov pa so tudi sami računali na nagrade zaradi uspešnosti. Namesto, da bi banke odločale o dobičkih, sedaj odločajo kako čim bolj zmanjšati stroške poslovanja in omiliti izgubo. Mednarodni finančni sklad ocenjuje, da bodo izgube zaradi odpisov teh slabih naložb znašale 800 milijard dolarjev, čeprav so sprva analitiki napovedovali, da bo odpisanih terjatev za 200 milijard dolarjev. Svoj položaj so mnoge banke reševale z dokapitalizacijo. Za omilitev nepremičninske krize so pri FED- u pripravili načrt, da bi zamrznili obrestne mere za hipotekarne kredite za naslednjih pet let. Znižanja medbančnih depozitnih obrestnih mer so se lotile tudi centralne banke po svetu in so na trg pošiljala nova denarna sredstva. S tem naj bi povečali likvidnost bank in znižali medbančne depozitne obrestne mere. Letos je ECB bankam za izboljšanje likvidnosti do marca letos zagotovila 414 milijard evrov. Leta 2006 pred finančno krizo je bilo potrebno zagotoviti »le« 109 milijard evrov. Lani je ECB za blaženje finančne krize sprostila 1322 milijardami evrov. To vse kaže na razsežnost in resnost krize, ki smo ji priča v teh dveh letih. Za primerjavo je ECB za rešitev krize, ki je nastala po 11. Septembru leta 2001 zagotovila »le« 236 milijard evrov. Sporno pa je dejstvo, da države na račun državljanov pomagajo privatnemu kapitalu.

Največji vpliv finančne krize na evropska podjetja pa ima padanje vrednosti dolarja v primerjavi z evrom. Dolar izgublja na vrednosti, ker se je povečala količina denarja v obtoku zaradi nenehnega zagotavljanja FED-a likvidnih sredstev bankam, da jih reši stečaja. Prav tako FED skuša pomagati tudi investicijskima bankama *Freddie Mac* in *Fannie Mae*. Omenjenima investicijskima bankama so odobrili 30 milijard dolarjev pomoči, kar pa ob dolgu 5.000 milijard dolarjev predstavlja kapljico v morje. FED-ovo prizadevanje omiliti izgubo *Freddie Mac* in *Fannie Mae* ni obrodilo sadov. *Freddie Mac* je v drugem četrtletju leta 2008 objavil 530 milijonov evrov čiste izgube. Odpisi zaradi slabih kreditov so znašali 645 milijonov evrov. Stroški poslovanja, ki vključujejo tudi odpise vrednosti, so se v primerjavi s prvim četrtletjem podvojili in znašajo 1,8 milijarde evrov. Da bi FED omejil posledice stečaja pete največje banke v ZDA *Bear Stearns*, odobri banki *J.P. Morgan Chase* 30 milijard dolarjev. S tem denarjem je banka *J.P. Morgan Chase* prevzela banko *Bear Stearns*. Zaradi tega je močno padla vrednost dolarja in hkrati se je ustvaril nov močan pritisk na inflacijo.

Padanje vrednosti dolarja občutijo predvsem evropska izvozna podjetja, tudi slovenska, ki trgujejo s podjetji iz Združenih držav Amerike. Po nekaterih podatkih so se prejemki podjetij, ki prodajajo na ameriškem trgu v dolarski valuti realno zmanjšali za 7%. Veliko izgubljajo tudi nemški avtomobilski proizvajalci. Nemški avtomobilski velikan BMW z deprecijacijo dolarja v primerjavi z evrom za vsak cent izgubi 80 milijonov evrov. Tako so v letu 2007

izgubili na ta račun kar 500 milijonov evrov. Podobno velja za podjetje Volkswagen, ki naj bi po nekaterih podatkih v zadnjih nekaj letih zaradi šibkega dolarja s prodajo avtomobilov na trgu Severne Amerike izgubil 3,5 milijarde evrov. Podobne težave pestijo tudi proizvajalca letal Airbus, ki letala proizvaja v Evropi, prodaja pa jih v dolarjih. Vse več proizvajalcev avtomobilov razmišlja, da bi svojo proizvodnjo prenesli v države v katerih je valuta ameriški dolar. Kar pa predstavlja grožnjo za dobavitelje nekaterih pomembnih izdelkov in polizdelkov, ki le-te dobavljajo avtomobilskim tovarnam. Potrebno je poudariti, da je med temi dobavitelji kar nekaj zelo uspešnih slovenskih podjetji, ki so že tradicionalno dobavitelji predvsem nemškimi podjetjem. V zadnjem obdobju problem predstavlja kopičenje zalog nemških in avstrijskih proizvajalcev zaradi zmanjšanega povpraševanja, katerega je povzročila rast evra proti dolarju. Dogaja se, da imajo slovenski dobavitelji zaradi tega dejstva manj naročil. To pa predstavlja resno grožnjo za Slovenijo. Če se zgodi črn scenarij in bodo evropski avtomobilski koncerni preselili svojo proizvodnjo v države z dolarsko valuto, lahko ostanejo slovenska podjetja brez posla. Glede na veliko odvisnost od nemškega trga in vse večji konkurenci bo ta morebiten primanjkljaj težko nadomestiti in še naprej poslovati dobičkonosno. To pa bo imelo tudi velike posledice na državo Slovenijo, saj bo ob slabšem poslovanju podjetij zaradi izgube posla pobrala veliko manj davkov, možna pa bodo tudi množična odpuščanja zaposlenih. To bo še bolj ogrozilo proračun in pokojninsko blagajno, ki je že sedaj v zelo slabem stanju. Poslabšal pa bi se tudi tekoči del plačilne bilance. Z izgubo poslov z nemškimi podjetji bi se močno zmanjšal slovenski izvoz.

Šibek dolar pa po mnenju mnogih analitikov rešuje ZDA pred recesijo. S tem, ko vrednost dolarju pada, se povečuje konkurenčnost ameriškega gospodarstva, saj se s tem povečuje izvoz in znižuje zunanjetrgovinski primanjkljaj.

Z naslednjimi podatki največjih svetovnih bank želim predstaviti razsežnost finančne krize, zaradi katere so morale banke odpisati slaba posojila zaradi zloma ameriškega hipotekarnega trga. Podatki, ki jih bom predstavil so bili predstavljeni v času pisanja moje diplomske naloge. Zagotovo pa se bodo zneski, ki sem jih navedel še povečali. Dosedanje podatke bank in finančnih inštitucij o odpisu slabih terjatev bom podal v naslednji tabeli.

*Tabela 3: Odpisi slabih terjatev bank in drugih finančnih institucij*

Merrill Lynch: 22,1 milijarde dolarjev	Bank of America: 3 milijarde dolarjev
Citigroup: 18 milijard dolarjev	Barclays: 2,6 milijarde dolarjev
UBS: 18,4 milijarde dolarjev	IKB: 2,6 milijarde dolarjev
Morgan Stanley: 9,4 milijarde dolarjev	Royal Bank of Scotland: 2,6 milijarde dolarjev
HSBC: 3,4 milijarde dolarjev	Freddie Mac: 2 milijardi dolarjev
Bear Stearns :3,2 milijarde dolarjev	Wachovia: 1,1 milijarde dolarjev
Deutsche Bank: 3,2 milijarde dolarjev	Credit Suisse: 1 milijardo dolarjev
JP Morgan Chase: 3,2 milijarde dolarjev	Paribas: 197 milijonov dolarjev

*Vir: D. Kocbek, Kdo miži in kdo molči, 2008.*

## 4.2 VLOGA RATING AGENCIJ PRI AMERIŠKI HIPOTEKARNI KRIZI

Rating agencije so predmet preiskave nadzornih inštitucij, ker so drugorazrednim hipotekarnim obveznicami oz. CDO-jem podelile oceno *investment grade*, brez resne ocene tveganja. Kritizirane so tudi, ker izdajatelji vrednostnih papirjev, kateri si želijo čim višjo oceno, plačujejo rating agencijam za oceno njihovih vrednostnih papirjev. V drugorazrednih hipotekarnih obveznicah je bilo tudi veliko hipotekarnih posojil z nizko boniteto, katere so imeli ameriški državljani. Te CDO-je so razdelili v tri tranše. Tranša z najnižjo boniteto je imela največje obresti, tranša z oceno AAA pa temu primerno manjšo. Tranšo z najvišjo oceno so lahko kupovali le pokojninski skladi, ki pa so morali izpolnjevati najstrožje kriterije varnosti.

Ker pa so rating agencije, ki so izdajale tranše z najvišjo oceno AAA, pričakovale, da cene nepremičnin ne bodo padale, so kupcem obveznic zagotavljale, da tudi, če kreditorejmalci ne bodo plačevali svojih obveznosti, bodo lahko kreditodajalci zasegli nepremičnino in jo prodali po vsaj enaki vrednosti kot znaša vrednost posojila. Veliko vlagateljev željnih visokih donosov je svoj denar vložilo v te obveznice. Ko so začele rating agencije podrobneje raziskovati ozadja vrednostih papirjev kot so CDO, hipotekarne obveznice MBS (ang. *Mortgage Backed Securities*), obveznice, zavarovane z drugimi finančnimi naložbami ali terjatvami ABS (ang. *Asset Backed Securities*) so jim čez noč znižale ocene in povzročili preplah na trgu. Ustavila se je tudi rast nepremičnin in nepremičninski balonček je počil. Vrednost obveznic je tako rekoč čez noč padla in investitorji so jih začeli panično prodajati, da bi omilili svoje izgube, toda kupcev za padajoče obveznice in nepremičnine ni bilo.

Na mestu je, da omenim še razliko med hipotekarno obveznico in MBS-om je v tem, da kupec vrednostnega papirja MBS postane tudi delni lastnik hipotekarnih kreditov ter posledično upnik kreditorejmalcev. Zato je tak vrednostni papir tudi bolj tvegan, saj se na kupca vrednostnega papirja prenese poleg obrestnega tudi kreditno tveganje.

Ameriška hipotekarna kriza se je širila tudi izven meja Združenih držav Amerike, zaradi trgovanja s vrednostnimi papirji kot so CDO, MBS in ABS. Tuji vlagatelji so upniki kar 80% ameriških vrednostnih papirjev. Te vrednostne papirje ima tudi veliko centralnih bank po svetu in večina evropskih bank. Skoraj vsak dan prihajajo nove novice o tem, kako finančne institucije odpisujejo milijonske zneske, ki so posledica slabih naložb v drugorazredne hipotekarne kredite. Kriza je vnesla velik strah in nezaupanje bank pri posojanju denarja. To nezaupanje se kaže tudi v visokih obrestnih merah za 3- in 6-mesečni EURIBOR in LIBOR za vse pomembnejše valute.

Svoj del krivde pa bi morale nositi tudi banke in njihovi menedžerji, saj so slepo zaupali rating agencijam. Ko je oddelek za upravljanje tveganj z obveznicami postavil nižji rating za obveznico, kot rating agencije so menedžerji zaupali rating agencijam. Bili so namreč mnenja, da njihovi oddelki za upravljanje s tveganji niso sposobni pravilno in objektivno oceniti

tveganosti obveznice v primerjavi z rating agencijami. Zmotno so menili tudi, da bo padec vrednosti obveznic viden takoj in da se bo trg na težave lahko prilagodil z obveznicami ratinga AAA in AA. Na zmotno delovanje banke pa je vplival tudi psihični vidik. Vršil se je velik pritisk na oddelke za upravljanje s tveganji, saj so od njih zahtevali, da naj v najkrajšem možnem času odobrijo transakcije. Temu so se ti oddelki za upravljanje s tveganji uprli in se borili za svojo neodvisnost. Pri tem boju za neodvisnost pa so zanemarili nadzor in so nekajkrat odobrili transakcije, katere bi brez pritiska in boja za zagotavljanje lastne neodvisnosti zavrnil. Tako so banke same sebi naredile medvedjo uslugo in tudi z lastnimi napakami sedaj odpisujejo slabe terjatve.

### **4.3 ODGOVOR RATING AGENCIJ NA KRITIKE**

Rating agencije zelo pazijo na svoj ugled v poslovnem svetu. Zaradi tega dejstva so se tudi hitro odzvali na kritike. Zavrnilo so vse očitke, da so tudi rating agencije eni izmed krivcev za nastalo finančno krizo.

Kritikom, ki jim očitajo konflikt interesov, sporočajo, da imajo zelo dolgo zgodovino delovanja in da vseskozi delujejo zelo konzervativno in transparentno. Vodilni pri agencijah sporočajo, da svoje ocene o nekem vrednostnem papirju ali podjetju vedno javno objavijo. Ravno tako so ti očitki v nasprotju z njihovimi internimi pravili, tako, da se to preprosto ne sme zgoditi. Še en argument s katerim skušajo odvreči kritike povezane s konfliktom interesov je, da rating agencije bodočim strankam pošljejo cenik svojih storitev, tako, da stranke vedo koliko bo znašala članarina in podobno.

Dejstvo, da se ocena enega podjetja pri različnih rating agencijah razlikuje in s tem naj bi bile ocene napačne ravno tako negirajo. S tem, ko poslušajo neodvisno in ker imajo drugačne metodologije ocenjevanja podjetij se ocene posamezne rating agencije za isto podjetje razlikujejo. Glede ocen za države pa imajo drugačen odgovor. Če rating agencije ocenijo obveznice treh držav z oceno AAA, to še ne pomeni, da je vsaka država enako tvegana oz. v tem primeru ni tveganja, da bi svoj dolg poplačala. Pravijo, da je ocena dolga posamezne države odvisna, kako ga le-ta financira oz. ga je zmožna financirati v različnih obdobjih bodisi v gospodarski rasti bodisi v recesiji. Rating agencije so mnenja, da bi morali kritiki podajati mnenja o pravilnosti ocen z opazovanjem na dolgi in ne na kratek rok.

Glede kritik z hipotekarnimi obveznicami pa odgovarjajo, da so podajali ocene o hipotekarnih obveznicah in hipotekarnih kreditih od njihovega nastanka naprej in to je v ZDA od leta 1976 in v Evropi od leta 1987. Tako, da premorejo dovolj znanja in izkušenj za podajanje ocene o takih obveznicah in kreditih. Rating agencije posebno rade poudarijo, da ne vidijo v

prihodnost in da so njihove ocene sedanjega stanja le možnosti kaj se bo v prihodnje zgodilo. Kritiki so bili predvsem zelo glasni, kar zadeva posebni vrednostni papirjev CDO-jev. CDO-ji so zelo kompleksni in zelo novi vrednostni papirji. Po cenah kritikov rating agencije ne premorejo dovolj znanja, sposobnih in kompetentnih ljudi in tudi izkušenj nimajo s tega področja, saj je ta pojav relativno nov. Sklicujejo pa se tudi na primere lastninjenja, ki so še povečali hipotekarno krizo. Rating agencije odgovarjajo, da kljub temu, da so CDO-ji še povsem sveži vrednostni papirji, poznajo dovolj dobro ozadje lastninjenja. Ravno tako menijo, da imajo najboljše možne ljudi zadolžene za podajanje ocene o CDO-jih. Če pa bi naletel na preveč kompleksen vrednostni papir, pa ocene le-tega ne bi ne zaračunali ne javno objavili.

Rating agencije obljublajo, da kljub temu, da krivde ne priznavajo bodo še bolj dodelali njihove metodologije ocenjevanja. Njihove metodologije so javno dostopne preko spletnih strani, letno pa organizirajo več seminarjev, na katerih predstavijo svoje metodologije. Zagotavljajo, da se strogo držijo lastnih pravil in pravil regulatorjev.

## SKLEP

V diplomski nalogi sem ugotovil, da rating agencije s svojimi informacijami pomagajo tako kreditorejalcem in kreditodajalcem. To počno s svojimi ocenami tveganja, saj se brez te ocene finančni subjekt ne more zadolžiti na mednarodnem finančnem trgu. Ravno tako pa investitor dobi prepotrebne informacije o svoji investiciji in mu tako ni potrebno zapravljati prepotrebne časa in denarja za svoje odločitve. Z ocenami rating agencij deluje trg bolj transparentno.

Glede na to, da po svetu deluje več kot 150 rating agencij, pa še vedno lahko govorimo o monopolu največjih treh agencij (*Fitch, Moody's in Standard & Poor's*). Omenjene agencije so izkoristile dejstvo, da so pionirji na področju podajanja ocen vrednostnim papirjem in drugim finančnim institucijam. K temu je pripomogla tudi Ameriška komisija za trg vrednostnih papirjev, ki je dovoljevala le agencijam združenim v združenje NRSRO podajati ocene podjetij, ki kotirajo na borzi. Na monopolni položaj agencij vpliva tudi dejstvo, da prave alternative rating agencijam še ni.

V svoji nalogi sem prišel do zaključka, da so nekatere kritike na račun rating agencij opravičene. Tu mislim na prepočasno spreminjanje ocene za podjetja, katera so doživela takšne ali drugačne finančne pretrese. Tako je podjetje *Worldcom* kljub oceni *investment grade* bankrotiralo tri mesece kasneje. Takih primerov je še kar nekaj, med njimi tudi bolj znani primer podjetja Enron. Tu se je pojavil dvom o verodostojnosti in ažurnosti ocen rating agencij. Ravno tako je na mestu kritika, da rating agencije hkrati ocenjujejo neko podjetje in

mu tudi svetujejo kako naj postopa, da bo ohranilo želeni rating. Še ena pomanjkljivost rating agencij je to, da njihove ocene z isto podjetje med seboj niso primerljive.

Ob pisanju svoje diplomske naloge sem ugotovil, da je za nastanek finančne krize več krivcev. Začetki finančne krize segajo v ZDA, ko je počil nepremičninski balon. Nepremičninska kriza se je razširila v finančno in se razširila tudi izven meja ZDA. Krivci za nepremičninsko krizo v ZDA so banke, ki so spodbujale državljanke k najemanju posojil, čeprav le-ti teh niso bili zmožni vrniti. Krivda pa leži tudi na regulatorjih, ki tega početja niso ustavili. Svoj del krivde pa nosijo posojilojemalci, ki so najemali posojila nevede v kaj se spuščajo, saj je bila večina brez finančne izobrazbe. Krizo pa so poglobile tudi tako imenovane drugorazredne hipotekarne obveznice oz. CDO-ji. Tu je na mestu kritika tudi rating agencijam, saj so CDO-jem podelile visoko oceno brez resne ocene tveganja. Zagotovila rating agencij, da bodo kupci drugorazrednih hipotekarnih obveznic z ratingom AAA, svoj denar ne glede na to ali bodo kreditorejmalci plačevali svoje dolgove ali ne dobili, se to ni zgodilo zaradi padca cen nepremičnin. Tako se je zamajal ugled rating agencij, ki so ravno tako pripomogle, da ima finančna kriza tako velike razsežnosti.

Dejstvo je, da rating agencije svoje krivde za nastanek finančne krize in poglobitev hipotekarne ne priznavajo. Predvsem tu ščitijo svoj ugled, ki ga imajo v družbi. V njihovih odgovorih na kritike sem zasledil, da se le-te sklicujejo na svojo strokovnost, strogo upoštevanje internih pravil in pravil regulatorjev. Seveda pa ti odgovori ne zadovoljujejo strokovne javnosti in tistih investitorjev, ki so na podlagi informacij in ocen rating agencij izgubili velike vsote denarja.

## LITERATURA IN VIRI:

1. Amadou N.R. Sy. (2003). *Rating the Rating Agencies: Anticipating Currency Crises or Debt Crises?* IMF Working Paper.
2. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2004). *Good News Is No News?* International Finance Discussion Papers.
3. Borensztein, E., Cowan, K. & Valenzuela, P. (2007). *Sovereign Ceilings "Lite"? The Impact of Sovereign Ratings on Corporate Ratings in Emerging Market Economies.* IMF Working Paper.
4. Cantor, R. & Packer, F. (1996). *Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings.* Frbny Economic Policy Review.
5. Caramazza, F., Ricci, L. & Salgado, R. (2000). *Trade and Financial Contagion in Currency Crises.* IMF Working Paper.
6. Cox, C. (2007). *The Role and Impact of Credit Rating Agencies on the Subprime Credit Markets.* U.S. Securities & Exchange Commission. Najdeno 6. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.sec.gov/news/testimony/2007/ts092607cc.htm>.
7. *Credit rating agency* . Najdeno 12. maja 2008 na spletnem naslovu [http://en.wikipedia.org/wiki/Credit\\_rating\\_agency](http://en.wikipedia.org/wiki/Credit_rating_agency).
8. Doles, J., Jelovčan, M. & Kastelic, J. (2008). Finančna kriza – priložnost za zaslužek. *Finančni trg in banke*, 58 – 61.
9. Egan, S.J. (2002). *Enron case.* Najdeno 8. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.egan-jones.com/enroncase/>.
10. Elayan, F.A., Pukthuanthong, K. & Rose, L. (2006). *Equity and Debt Market Responses to Sovereign Credit Ratings Announcement.* IMF Working Paper.
11. Everling, O. & Walburga S. (2003). *Rating-Lexikon.* Koln: Bank Verlag.
12. Fabozzi, J.F. (2001). *Accessing Capital Markets through Securitization.* New Hope: Frank J. Fabozzi Associates.
13. Fender, I. & Kiff, J. (2004). *CDO rating methodology: Some thoughts on model risk and its implications.* BIS Working Papers, (163).
14. FitchRatings – CDOopinions. (2004). *A bi-weekly market update from Fitch's Global CDO Group.*



15. Frost, C.A. (2006). *Credit Rating Agencies in Capital Markets: A Review of Research Evidence on Selected Criticisms of the Agencies*. Journal of Accounting, Auditing, and Finance.
16. Gande A. & Parsley D. (July 2005). *Sovereign Credit Ratings, Transparency and Portfolio Flows*.
17. Gande, A. & Parsley, D. (2004). *Sovereign Credit Ratings and International Portfolio Flows*.
18. Haque, Ul.N., Mathieson, D. & Nelson, M. (1997). *Rating the Raters of Country Creditworthiness*. Finance & Development.
19. INTERNATIONAL MONETARY FUND. (2008). *The Recent Financial Turmoil—Initial Assessment, Policy Lessons, and Implications for Fund Surveillance*. Executive Summary.
20. Kisselev, K. & Packer, F. (2005). *Minding the gap in Asia: foreign and local currency ratings*. BIS Papers, (30).
21. Knez-Riedl, J. (2000). *Pojmovanje in presojanje bonitete podjetja*. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
22. Kocbek, D. *Kdo miži in kdo molči*. Najdeno 26. avgusta 2008 na spletnem naslovu [http://www.mladina.si/tednik/200807/clanek/nar--ekonomija-darja\\_kocbek/](http://www.mladina.si/tednik/200807/clanek/nar--ekonomija-darja_kocbek/).
23. Kovač, S. (2002). Rating agencije in verodostojnost rating ocen. *Bančni vestnik*, 51 (11), 7 – 9.
24. Kovač, S. (2006). *Vloga in razvoj mednarodnih rating agencij Fitch, Moody's in Standard & Poor's*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
25. Križaj M. (2003). Minimalne kapitalske zahteve – prvi steber nove kapitalske sheme. *Kontrolorjev glasnik*, 9, 1 – 6.
26. Lampe, S. (2007). Rating od A do Ž. *Bančni vestnik*, 56 (6), 39 – 46.
27. Ljubljanović, P. (2005). *Vloga bonitetnih agencij pri lastninjenju premoženja*. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
28. Moody's Sovereign Ratings. (2007). *1918-1939 and 1986-2006 Compared*.
29. Moody's Investors Service. (2002). *Understanding Moody's Corporate Bond Ratings And Rating Process*.
30. Moody's Investors Service. (2008). *Moody's Proposed Enhancements to U.S. Residential Mortgage Securitizations. Call for Comments*.

31. Mrak, M. (2002). *Mednarodne Finance*. Ljubljana : GV založba.
32. Pescatori, A. & Amadou N. R. Sy. (2004). *Debt Crises and the Development of International Capital Markets*. IMF Working Paper.
33. Rant, V. (2008). *Ameriška finančna kriza 2007-08*. Prosojnice predmeta Mednarodno finančno okolje. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
34. *Report on the Role and Function of Credit Agencies in the Operation of Securities Markets as required by Section 702 (b) of the sarbanes-Oxley Act of 2002*.(2003). U.S. Securities and Exchange Commission. Najdeno 10. julija 2008 na spletnem naslovu <http://ftp.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>.
35. *Role of credit rating agencies in the U.S. Securities markets*. Najdeno 12. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.sec.gov/news/testimony/032002tsih.htm>.
36. Standard and Poor's. (2005). *Annual Global Corporate Default Study: Corporate Defaults Poised to Rise in 2005*.
37. Standard and Poor's. (2005). *Emerging Market Credit Quality: Still Favorable After All These Quarters*. Global Fixed Income Research.
38. Standard and Poor's. (2006). *Sovereign Defaults And Rating Transition Data*.
39. Standard and Poor's. (2003). *Corporate Ratings Criteria*.
40. Standard and Poor's. (2007). *Public Finance Criteria*.
41. Standard and Poor's. (2005). *Quarterly Default Update & Rating Transitions*. Global Fixed Income Research.
42. Standard and Poor's. (2007). *Corporacion Andina de Fomento (CAF)*. Full Analysis.
43. Štiblar, F. (2000). Mednarodni rating Slovenije kot podlaga za rating njenih bank. *Bančni vestnik*, 49 (11), 7 – 11.
44. Štiblar, F. (2000). Mednarodni rating slovenskih bank. *Bančni vestnik*, 49 (12), 6 – 11.
45. The U.S. Municipal Bond Rating Scale. ( 2007). *Mapping to the Global Rating Scale And Assigning Global Scale Ratings to Municipal Obligations*. Product of Moody's Public Finance Credit Committee.