

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**VLOGA AGENCIJ ZA OCENJVANJE BONITETE
IN FINANČNE KRIZE**

Ljubljana, september 2009

EMANUELA SMAJLA

IZJAVA

Študent/ka Emanuela Smajla izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom dr. Mojmirja Mraka, in dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne

2009

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1. NASTANEK BONITETNIH AGENCIJ	2
2. DELOVANJE BONITETNIH AGENCIJ	3
2.1 Osnovna logika delovanja bonitetnih agencij	3
2.2 Izražanje bonitete s strani treh najpomembnejših bonitetnih agencij in njihov vpliv na finančne trge.....	4
2.3 Elementi opredeljevanja bonitetnih ocen	6
3. POMANJKLJIVOSTI BONITETNIH AGENCIJ IN NJIHOVI ODGOVORI NA KRITIKE	7
3.1 Različni vidiki nasprotja interesov	10
3.2 Problemi metodologije za ocenjevanje bonitete.....	10
3.3 Pomanjkanje preglednosti v dejavnosti bonitetnih agencij	12
3.4 Odzivi bonitetnih agencij na kritike	12
4. PREDLOGI ZA SPREMEMBE V BONITETNIH AGENCIJAH.....	14
4.1 Temeljni predlogi za spremembe	14
4.2 Deset konkretnih predlogov za spremembe: argumenti za in proti.....	15
SKLEP.....	18
LITERATURA IN VIRI	20

Kazalo slik

Slika 1: Lestvica mednarodnih ocen dolgoročnega kreditnega tveganja	4
---	---

Kazalo tabel

Tabela 1: Definicije dolgoročnih simbolov ocen agencij.....	5
---	---

UVOD

V diplomski nalogi bom uporabljala dve sopomenki in sicer; bonitetne ali rating agencije (ter vse izpeljanke iz njiju – npr. bonitetna/rating ocena). Čeprav rating agencija ni slovenski izraz, se v ekonomiji uporablja kot poslovenjena tujka, saj je ekonomistom dobro poznana. Zato ju bom glede na pogostost uporabe in izmenjavanje obeh besed nadomestila s kratico BA.

Namen in cilj diplomske naloge je predstaviti BA, njihovo delovanje in probleme s katerimi se soočajo.

Naloga je sestavljena iz štirih delov.

V prvem poglavju bom predstavila začetke uveljavljanja BA, kdaj so nastale in zakaj ravno takrat. Za njihov razcvet je bila predvsem odločila kriza *The Great Depression*.

Sledi drugi del, v katerem bom v grobem predstavila osnovno logiko njihovega delovanja, vrste BA, kako vplivajo na finančne trge, verodostojnost njihovih ocen in še druge stvari.

V tretjem poglavju se bom osredotočila na obtožbe, ki v zadnjem času letijo na agencije. Ker so prispevale k nastanku sedanje finančne krize bom opisala razloge, zakaj je do nje sploh prišlo. K temu stanju so pripomogla številna nasprotja interesov, problemi metodologij za ocenjevanje bonitete, neustrezna kakovost bonitetnih ocen, pomanjkanje preglednosti v dejavnosti BA, neurejena notranja ureditev in neustrezni nadzor. BA so dale najvišjo možno oceno mnogim inovativnim instrumentom, pri tem pa podcenjevale tveganje, da izdajatelji nekaterih zapletenejših finančnih instrumentov mogoče ne bodo mogli odplačati dolgov. S tem se je začela kriza na ameriškem nepremičninskem trgu drugorazrednih hipotekarnih kreditov, zaradi bistvenega znižanja bonitet različnih strukturiranih finančnih instrumentov. Čeprav je čedalje več prstov uprtih v BA, da so znatno prispevale k nastanku sedanje finančne krize, se le te vztrajno otepajo očitkov tržnih udeležencev in zavračajo svojo krivdo.

V četrtem poglavju bom navedla nekaj predlogov za izboljšanje delovanja BA, povezanih predvsem s strukturiranimi finančnimi instrumenti. S tem problemom se trenutno ukvarja tako rekoč celoten svet, namen pa je odpraviti nekaj ključnih problemov agencij. Pri tem je pomembno predvsem to, da so ti predlogi učinkoviti za agencije v EU. Evropski predlogi, glede nadzora nad agencijami, se razlikujejo od ameriških. Evropa kaže zeleno luč poostrenemu nadzoru, medtem ko so Američani drugačnega mnenja.

Sledi še sklep.

1. NASTANEK BONITETNIH AGENCIJ

Kako so BA pridobile tako pomembno vlogo v regulaciji vrednostnih papirjev? BA so odkrili nadzorniki v času, ko je prevladovalo globoko nezaupanje v tržni mehanizem. Kolaps na trgu delnic in obveznic, ki je sledil krizi *The Great Crash* v letu 1929, je vodil v obtožbe bank. Temu so rekli celo »*banksterism*« (Flandreau, Gaillard & Packer, 2009, str. 2-4).

BA so se začele javno izpostavljati od finančne krize *The Great Depression* dalje (kriza imenovana tudi *Black Thursday*, ki se je zgodila oktobra 1929), s precej razširjenim statusom v ameriškem finančnem sistemu ter z zagotovilom regulatorskega dovoljenja s strani bančnih nadzornikov. V letu 1931 (v tem letu je bil val neizpolnjenih plačil in padajočih obveznic) je OCC (*Office of the Comptroller of the Currency* ali bančni nadzorni urad za državne in tuje banke, ki od leta 1863 skrbi za zapisovanje, regulacijo in nadzor dejavnosti nacionalnih bank) osnoval formule, ki so temeljile na bonitetnih ocenah, z namenom knjiženja vrednosti ameriških portfolio obveznic. Vloga BA se je razširila leta 1936, ko je OCC zmanjšal nakupe bankam tistih vrednostnih papirjev, ki so imeli nižji rating. Medtem ko se v sedanjí finančni krizi mnogi sprašujejo o vlogi BA, pa so leta 1930, v tedanji finančni krizi, videli zaupanje in rešitev prav v BA (Gaillard & Flandreau, 2009).

Ena hipoteza, zakaj so se začele pojavljati ravno takrat je, da so BA opravljale svoje delo bolje kot trg in se pojavile v vlogi naravnega sredstva za regulatorne namene. Tržne udeležence so oskrbovale z informacijami o dogajanju na trgih in pomagale pri odkrivanju poneverljivcev. Največ zlorab investorjev se je dogajalo na trgu s strani zavarovanih bank in tukaj so svojo odgovorno vlogo, v kateri so se »postavile v kožo« in interes upnikov, pokazale ravno BA. V tedanjem času je bila konkurenca med BA prosta, zato so se le te še toliko bolj trudile pri svojem delu (Gaillard & Flandreau, 2009). BA so takrat služile svoje prihodke s prodajo njihovih *Manuals*, namesto da bi zaračunavale podjetjem, ki so jih ocenjevale. Tudi ovire za vstop v rating posel niso bile ravno velike. Vse to je ščitilo BA obtožb, da ne delujejo pravilno, zato tudi niso bile tarča javne kritike in sporov. Ker je bil ključni problem v tedanjem času popolno nezaupanje v sposobnost trgov in do finančnih institucij v pravilno določitev cene, je rating postal dragoceno in politično sprejemljivo orodje v rokah nadzornikov (Flandreau, Gaillard & Packer, 2009, str. 2-4). Raziskave kažejo, da je bilo ocenjevanje leta 1931 del celovite strategije, s pomočjo katerih so ZDA skušale zagotoviti olajšave za banke, v takratni likvidnostni krizi. Zato so bile BA imenovane kot orodje za pospeševanje popustljivost. Ocenjevalcem je bilo dodatno naročeno, naj jih pri njihovem delu spremlja izredna previdnost ter naj uporabijo vse načine za spodbujanje in ohranjanje morale v bankah. To so počeli v pričakovanju, da bi preprečili nadaljnji propad, saj so s tem omogočili več bankam, da so poročale o zdravih bilancah stanja. To naj bi povrnilo ugled bankam, vendar se je na koncu izkazalo kot neučinkovito.

Drugi pogled, kako so si prislužile svojo vlogo, pa je sledeč: Okrog leta 1920 so BA delovale v nekoliko drugačnem okolju, kot delujejo danes. Čeprav nekateri kritiki izgubljajo zaupanje

v BA, je današnji konflikt interesov bistveno drugačen, kot je bil v medvojnem obdobju in tudi nekoliko drugačen od bank. Leta 1930 so bile banke močno kritizirane. Ugotovili so, da so bančniki postali "*banksterji*", saj so investicijske in poslovne banke podlegle navzkrižju interesov. Bile so v precepu, saj so igrale dvojno vlogo, katera je zasledovala dvojni interes. Navzkriž si je prihajala njihova vloga nadzornika ter vloga prodajalca vrednostnih papirjev, od katerih so prejemale plačila. Lahko bi bilo pomembno tudi to, da so nekateri ljudje znotraj rating industrije javno izražali skrb glede sporne vloge bančnih posrednikov.

Rating, kot da poznamo danes, izvira iz Amerike. Njegovi začetki segajo v medvojno obdobje. Henry Varnum Poor je prvi objavil tako imenovane *Manual* ameriških železnic leta 1868. Sledil mu je Moody's, ki je leta 1900 objavil priročnik korporacijskih vrednostnih papirjev. Leta 1909 in 1916 so začeli ločeno objavljati ratinge za združbe in železnice. Leta 1918 je Moody's objavil svojo prvo žepno knjižico z naslovom *Government and Municipal*. Sledili so mu še ostali in sicer Poor's leta 1922 in Fitch leta 1924.

V Evropi je bila situacija nekoliko drugačna. Čeprav se je v 19. stoletju veliko trgovalo z tujimi vrednostni papirji in so bile sklenjene velike naložbe, Evropejci niso nikoli odkrili oziroma razvili česa podobnega. London Stock Exchange je izdajal publikacijo *Fortune's Epitome*, ki je kdaj pa kdaj vsebovala nekakšne rating formule in tabele razvrščanja. V Parizu, ki je bil prav tako pomemben kraj za trgovanje z vrednostnimi papirji, so se ratingi občasno izvajali vsaj v eni od vodilnih komercialnih bank, pa še to le za notranje zadeve in interes (Flandreau, Gaillard & Packer, 2009, str. 2-4).

Skozi čas se je vloga in funkcija BA samo še povečevala. Danes posluje po svetu že več kot 150 agencij. Tako pomembno panogo je potrebno tudi nadzorovati. To nalogo opravlja Ameriška komisija za trg vrednostnih papirjev, ali drugače SEC (angl. *Securities and Exchange commission*), ki od leta 1975 uradno priznava samo ocene agencij izdane v sklopu NRSRO (angl. *Nationally recognized statistical rating organizations*). V tem sklopu trenutno deluje 5 agencij in sicer; Dominion Bond Rating Service Limited, AM Best, Moody's, Standard&Poor's in Fitch, od katerih so zadnje tri najbolj poznane.

2. DELOVANJE BONITETNIH AGENCIJ

2.1 Osnovna logika delovanja bonitetnih agencij

Kovač (2002, str. 7) pravi takole: »Poslanstvo rating agencij je, da kot neodvisna stran preverjajo kreditno sposobnost različnih izdajateljev lastniških ali dolžniških vrednostnih papirjev in posojilojemalcev in na tej podlagi objavijo svojo oceno sposobnosti izdajateljev vrednostnih papirjev ali posojilojemalcev, da bodo ti redno in v celoti izpolnili vse obveznosti. Takšna ocena kreditne sposobnosti finančnih institucij, bank, držav in večjih podjetij je poglavitni vir informacij investitorjem za njihovo naložbeno odločanje, predvsem tistim, katerih poslovanje ni podprto z lastno usposobljeno bonitetno službo.«

Bonitetne ocene so ponavadi izdane na pobudo izdajateljev, kateri sami plačajo za cenitev. V tem primeru temeljijo ocene tako na javnih kot nejavnih informacijah. Nejavne informacije izdajatelj prostovoljno razkrije. Se pa tudi zgodi, da BA izdajo nenaročene bonitetne ocene, katerih izdajatelj ni zahteval. Ocene se pripravi na podlagi informacij v zvezi s tokom prihodka in bilanco stanja (s posebnim poudarkom na dolgu) ocenjevanega subjekta, kjer se upošteva tudi finančna uspešnost v preteklosti. Ocene prikazujejo trenutno stanje, zato jih je potrebno redno spreminjati glede na ekonomsko dogajanje na trgu. Izdajanje bonitetnih ocen je torej glavna dejavnost BA, poleg tega pa svoje strokovno znanje in izkušnje uporabljajo tudi za opravljanje drugih finančnih storitev (Uradni list Evropske unije, 2006).

2.2 Izražanje bonitete s strani treh najpomembnejših bonitetnih agencij in njihov vpliv na finančne trge

BA delujejo že vrsto let in v tem času so razvile različne bonitetne ocene. Z bonitetno oceno agencije izrazijo svoje ugotovitve glede tveganja naložbe oziroma plačilne sposobnosti izdajatelja. Poleg temeljne ocene dolgoročnega kreditnega tveganja (angl. *long-term counterparty/deposit rating*) poslujejo še z več kot 20 različnimi ratingi ter mehanizmi za prepoznavanje tveganja oziroma kvalitete dolga in izdajatelja (npr. ocena finančne moči, individualna ocena, napoved ali »*outlook*«). Ocena je torej samo mnenje o tveganju, da obveznost ne bo poravnana v določenem časovnem obdobju. Vse agencije uporabljajo mednarodno prepoznavne simbole, le da se nekateri nekoliko razlikujejo od agencije do agencije. Ocene so v lestvici razporejene od najmanj tvegane na vrhu, do najbolj tvegane na dnu. Med njimi poteka kritična meja, ki deli ocene v skupino tvegane oz. netvegane stopnje. V skupino netvegane stopnje (angl. *investment grade*) spadajo ocene od AAA do vključno BBB- (V Moody'sevem primeru Baa3), v skupino ocen tvegane stopnje (angl. *non-investment grade*) pa spadajo ocene od BB+ pa vse do ocene D (Lampe, 2007, str. 39-45). Vse to je razvidno iz slike.

Slika 1: Lestvica mednarodnih ocen dolgoročnega kreditnega tveganja

	Fitch, S&P's	Moody's
	AAA	Aaa
	AA+	Aa1
	AA	Aa2
	AA-	Aa3
	A+	A1
	A	A2
	A-	A3
	BBB+	Baa1
	BBB	Baa2
	BBB-	Baa3
	BB+	Ba1
	BB	Ba2
	BB-	Ba3
	B+	B1
	B	B2
	B-	B3

Vir: Lampe S., *Rating od A do Ž*, 2007, str. 39.

Tabela 1: Definicije dolgoročnih simbolov ocen agencij

Fitch	S&P's	Moody's	Razlaga ocene
AAA	AAA	Aaa	Najvišja možna ocena. Sposobnost dolžnika za izpolnitev njegovih obveznosti je ekstremno visoka.
AA+ AA AA-	AA+ AA AA-	Aa1 Aa2 Aa3	Le manjša stopnja razlikovanja od najvišje ocene. Mnenje, da je sposobnost zelo visoka.
A+ A A-	A+ A A-	A1 A2 A3	Ocenjuje se večja verjetnost občutljivosti dolga na potencialne zunanje spremembe. Sposobnost je še vedno visoka.
BBB+ BBB BBB-	BBB+ BBB BBB-	Baa1 Baa2 Baa3	Obveznost s to oceno kaže primerno stopnjo varnosti. Sposobnost izpolnitve obveznosti postne šibkejša.
BB+ BB BB-	BB+ BB BB-	Ba1 Ba2 Ba3	Ocene nižje od BB, vključno z BB, so špekulativne. V ospredju je večja občutljivost na potencialne nestabilnosti in neugodne spremembe, ki lahko privedejo do neprimerne sposobnosti plačila.
B+ B B-	B+ B B-	B1 B2 B3	Čeprav je dolg oz. dolžnik še sposoben poravnati obveznosti, je občutljivost večja kot pri oceni B.
CCC+ CCC CCC-	CCC+ CCC CCC-	Caa1 Caa2 Caa3	Trenutna situacija je nestabilna.
CC	CC	Ca	Trenutna situacija je zelo nestabilna.
C	C	C	Ta ocena kaže stanje, ki je zrelo za stečaj, vendar se trenutno obveznosti iz dolga še plačujejo.
DDD...	D		Dolžniški instrument ocenjen z D je nesposoben poravnave obveznosti.

Vir: Lampe S., Rating od A do Ž, 2007, str. 43.

Iz tabele je razvidno, da so ocene agencije Moody's sestavljene iz velikih in malih tiskanih črk, katerim so dodane številčne oznake 1, 2 in 3. Najboljša Aaa in najslabša C jih nimajo. Oznaka 1 pomeni, da je obveznost uvrščena v višjo raven določene ocene, oznaka 2 v srednjo in oznaka 3 v najnižjo raven. Kot sem že omenila se ocene od agencije do agencije nekoliko spreminjajo. Tako so ocene agencije S&P's sestavljene samo iz velikih tiskanih črk, od najvišje AAA do najnižje D. Ocenam od AA do CCC se namesto številčnih oznak 1, 2, 3 doda znak + ali -. S tem se pokaže, da je ocena na nižji oziroma na višji ravni določne kategorije (na primer A+, A, A-). Ocene agencije Fitch so podobne ocenam agencije Standard&Poor's (Lampe, 2007, str. 39-45).

Bonitetne ocene uporabljajo vlagatelji, kreditojemalci, izdajatelji, vlade, kreditne institucije, investicijska podjetja, zavarovalnice, pozavarovalnice in institucije za poklicno pokojninsko zavarovanje (Evropski parlament, 1. april 2009), ki svoje prihodke oz. prihranke, ki so jim zaupani, zaupajo v upravljanje dobro ocenjeni instituciji. Zato imajo bonitetne ocene velik vpliv na finančne trge. Predstavljajo verodostojno merilo zaupanja za vlagatelje, izdajateljem pa zbiranje finančnih sredstev pod ugodnejšimi pogoji, še posebej, če ti niso stalno prisotni na dolžniških trgih. Pod te se največkrat uvršča nižja obrestna mera, saj visoka ocena pomeni nižjo stopnjo tveganja (Kovač, 2002, str. 8). Ocene so izražene tako, da jih vlagatelji ne glede na stopnjo znanja in izobrazbe lahko razumejo takoj in brez težav, čeprav so pripravljene na podlagi zapletenih ocen.

Prav zapletenost ocen postavlja pod vprašaj absolutno primerljivost njihovih ocen. Agencije v publikacijah večkrat poudarjajo, da je njihova ocena edinstvena in neprimerljiva z drugimi zaradi specifičnosti metodologije in definicij. S tem pa lahko postane ocena neuporabna, saj daje ravno primerljivost ocen med agencijami investitorju popolnejšo sliko o tveganosti naložbe. Vlagatelji verjamejo, da BA zagotavljajo neodvisne in objektivne ocene ter nepristranske analize podatkov (Lampe, 2007, str. 39).

Pomen BA strmo narašča, tako v poslovni praksi kot zakonskih zahtevah. Uspeh večine dolžniških instrumentov je v veliki meri odvisen od prejete bonitetne ocene. Ta je postala predpogoj za iskanje zunanjega financiranja. Številne oblasti že vztrajajo na tem, da morajo izdajatelji najprej dokazati določeno stopnjo kreditne bonitete, ki jo izda priznana BA, če želijo prodajati nekatere vrste investicijskih produktov (Uradni list Evropske unije, 2006).

S tem je prisotnost neodvisnih mednarodnih BA na finančnih trgih upravičena in tudi nujna, saj je na splošno zelo pozitivna tako za vlagatelje kot za izdajatelje. Kot sem že na začetku omenila, je največ k temu prispeval ukrep SEC že leta 1975. S tem ukrepom so bile določene agencije, združene v skupino NRSRO - nacionalne statistične rating organizacije, ki so dodeljevale ocene tistim družbam, ki so kotirale na borzi. Članice te skupine so bile poleg ostalih agencij tudi Moody's, S&P's in Fitch. S tem naj bi metodologije rating procesa uskladili s pravili SEC, BA pa so si na ta način pridobile velik ugled (Kovač, 2002, str. 8).

2.3 Elementi opredeljevanja bonitetnih ocen

Ficht (1999, str. 5) navaja nekaj razlogov, zakaj je dobro imeti bonitetno oceno:

- **Dostop do kapitalskega trga;** Vsako podjetje, ki želi stopiti na kapitalski trg in trgovati z dolžniškimi vrednostnimi papirji, potrebuje bonitetno oceno. To je predpogoj za vstop na trg.
- **Ustvarite si tržni ugled;** Z bonitetno oceno lahko kot novo podjetje ali država nazorno pokažete svoje poverilnice in se lažje vključite v svetovni finančni sistem.
- **Nižji stroški financiranja;** Relativno nepoznano podjetje lahko zniža svoje stroške financiranja, če pridobi ugodno oceno. Nepoznano podjetje postane s takšno oceno legitimno.
- **Pripravite osnovo za delniško flotacijo ali privatizacijo;** Podjetje lahko upošteva delniško flotacijo ali privatizacijo ter pridobi oceno kot način za pripravo ozadja. To bo seznanilo javnost in investitorje o novem podjetju in flotaciji.
- **Razlikujte se od konkurence;** V delovnem okolju z nekoliko konkurenti, kot je na primer v bančništvu ali v avtomobilski industriji, je lahko prav ocena tista, ki vas bo ločila od ostalih udeležencev.

Kot sem že omenila, se finančni subjekt ne more zadolžiti na mednarodnem finančnem trgu brez bonitetne ocene. Da pa so ocene verodostojne, morata biti izpolnjena najmanj dva pogoja, in sicer: pravočasno spreminjanje ocen glede na potencialne finančne težave in

primerljivost ocen med agencijami. Velikokrat pa se zgodi, da isto institucijo (npr. banko) ocenjujejo različne BA, kateri je vsakokrat dodeljena drugačna ocena (Kovač, 2002, str. 7-8). Kakšne velike razlike niso dovoljene in razumljive, vendar jih lahko opravičim z dejstvom, da BA pri izračunavanju uporabljajo različne metodologije, modele in ključne ocenjevalne predpostavke. To seveda ni opravičilo, saj različne ocene vlagateljem nedvomno izkrivljajo realno sliko.

Da bi imele ocene, za isto institucijo, čim manjša odstopanja, se morajo BA pri izračunavanju držati nekaterih minimalnih kriterijev. To so kriterij objektivnosti (kar pomeni, da BA uporabljajo metodologije, ki so stroge, sistematčne in ovrednotene na podlagi preteklih izkušenj. Ocene morajo biti redno in celovito pregledane ter odražati dogajanje na finančnem trgu), kriterij transparentnosti in mednarodne dostopnosti (kar pomeni, da so ocene in metodologija, na podlagi katere so izračunane ocene, dostopne domači in tuji javnosti), kriterij neodvisnosti (kar pomeni, da uporabljena metodologija ni predmet političnih ali ekonomskih vplivov in pritiskov) ter kriterij razkritja (potrebno je javno objaviti ocenjevalno metodologijo) (Rubin, b.l., str. 7-8).

Velike razlike torej niso dovoljene pa vendar se dogajajo. Zato je vloga BA med aktivnim udeležencem ter vlogo pasivnega poročevalca medlo izražena. Posledično si vlagatelji razlagajo rating le kot poročilo o preteklih gibanjih ali kot sprožilec gibanj na finančnem trgu, saj lahko enkratno večstopenjsko znižanje ocene povzroči tudi stečaj družbe (kot v primeru Enron) (Kovač, 2002, str. 9).

3. POMANJKLJIVOSTI BONITETNIH AGENCIJ IN NJIHOVI ODGOVORI NA KRITIKE

Sedanja finančna kriza se po vrsti značilnosti razlikuje od finančnih kriz, ki smo jih doživeli v preteklosti. Medtem ko so bile dosedanje krize na razvijajočih trgih bolj lokalne oziroma regionalne narave, gre tokrat za globalno krizo. Razlog za letošnje pretrese v mednarodnem finančnem svetu so bile slabosti na ameriškem nepremičninskem trgu drugorazrednih hipotekarnih kreditov, katere so pripeljale do bistvenega znižanja bonitet različnih strukturiranih finančnih instrumentov, ki so bili povezani s temi krediti. To je povzročilo zmanjšanje splošnega zaupanja v bonitetne ocene (Mrak, 2007, str. 1). Vse kaže na to, da so se BA slabše izkazale pri dodeljevanju bonitetnih ocen inovativnim strukturiranim instrumentom kot pri izdaji tradicionalnih bonitetnih ocen.

Pomembna razlika med prejšnjimi krizami in sedanjo je v načinu ocenjevanja, ki ga izvajajo agencije. Večina kriz, za katere krivijo BA, je nastala zaradi nepravočasnih sprememb bonitet držav prejemnic kapitala. V tem primeru so agencije ocenjevale izdajatelja obveznic. V sedanji krizi pa glavni problem predstavljajo prav modeli, s katerimi delujejo agencije.

Problemi so se začeli na kreditnem trgu, za katerega Smodiš (2008, str. 32) pravi takole: »Kreditni trgi ali splošneje dolžniški trgi so finančni trgi, na katerih udeleženci prodajajo in kupujejo dolžniške finančne instrumente, največkrat v obliki obveznic, ki so glede na vrstni red oz. prioriteto pri izplačevanju obveznosti investitorjem lahko zavarovane oz. krite s posebnim delom sredstev izdajatelja, nadrejene ali podrejene. Glede na čas do dospelosti instrumentov se ti trgi delijo na denarne trge, kjer se trguje z instrumenti, ki imajo manj kot leto dni do zapadlosti, in kapitalske trge, če je čas do dospelosti večji od enega leta. V grobem jih glede na tip institucije, ki izdajajo te finančne instrumente, delimo na podjetniške, državne, občinske ter agencijske, hipotekarne ter druge dolžniške finančne instrumente zavarovane z različnimi vrstami premoženja, med slednje prištevamo tudi razne sestavljene instrumente, ki nastajajo v procesu listinjenja.«

Listinjenje je ena izmed tehnik in instrumentov za prenos kreditnega tveganja. Poznamo še nekatere druge, kot na primer zavarovanje posojil pri zavarovalnicah, finančne garancije, akreditive, zavarovalne police, trgovanje s posojili, itd. Listinjenje se je začelo uporabljati konec sedemdesetih let v ZDA. Različne oblike prenosa tveganja neizpolnjenih obveznosti so čedalje bolj priljubljene zaradi iskanja donosnejših investicijskih možnosti, cenejših načinov financiranja, možnosti kapitalske arbitraže in zniževanja obrestnih mer (Janevska, b.l., str. 1-2).

Rant (2008, str. 59) v svoji strokovni razpravi navaja: »Pri listinjenjenju gre za združevanje (»pooling«) denarnih tokov manj likvidnih finančnih instrumentov in njihovo prepakiranje v nove, bolj likvidne izvedene finančne instrumente (vrednostne papirje) za prodajo investitorjem.« Listini se lahko različne terjatve, od poslovnih nepremičnin, hipotekarnih posojil za stanovanjske nepremičnine, podjetniških posojil, terjatev iz naslova finančnega premoženja, kot so na primer obveznice, do posojil za nakup avtomobilov, avtorskih pravic in študentskih posojil. Janevska (b.l., str. 2) pravi: »Listiniti je torej možno katero koli dovolj veliko in homogeno premoženje z napovedljivim denarnim tokom. V vseh primerih je rezultat isti – prenos in razpršitev kreditnega tveganja skozi kapitalski trg.«

Listinjenje povečuje ponudbo vrednostnih papirjev. BA so ocenjevale obveznice, ki so bile izdane v procesu strukturiranja tveganja. To pomeni, da so vrednostni papirji izdani v različnih tranšah. Tveganost in donosnost vrednostnega papirja sta odvisni od razvrstitve, v kateri tranši se vrednostni papir nahaja. Investitorji lahko izberejo, glede na njihovo nagnjenost k tveganju, med tremi tranšami. Prva tranša je nadrejena tranša (angl. *senior tranche*). Ta je najbolj kakovostna z najvišjo bonitetno oceno, ki je tudi najmanj tvegana in prinaša najnižjo stopnjo donosa. Sledi ji mezanin tranša (angl. *mezzanine tranche*), ki je srednje kakovosti, nekoliko bolj tvegana in z višjo obrestno mero. Zadnja pa je podrejena tranša (angl. *junior* ali *equity tranche*). To je tranša najslabše kakovosti, ki prinaša najvišjo donosnost, vendar prva utрпи škoda, če pride do nevračanja plačil (Janevska, b.l., str. 3).

Listinjenje se razlikuje od drugih instrumentov za prenos tveganja tudi po načinu poteka prenosa tveganja. Prenos tveganja poteka posredno preko posebnega specializiranega (angl. *special purpose vehicle* ali *SPV*) oziroma obvodnega podjetja, poznamo pa tudi način, ko poteka prenos neposredno od kupca na prodajalca kreditne zaščite. Listinjenje prične banka ali kakšna druga finančna ustanova, ki del svojega premoženja v obliki posojil združi v pakete ter jih proda obvodnemu podjetju. Za obvodno podjetje načeloma velja majhna verjetnost stečaja. Razloge za nastanek obvodnih podjetij podaja Rant (2008, str. 60): »Obvodno podjetje je bilo ustanovljeno le zato, da se nanj prenesejo osnovne terjatve (nepremičninska posojila ali obveznice) in na njihovi podlagi izdajo nove, izvedene obveznice.« V tem primeru obvodno podjetje nakup financira z izdajo vrednostnih papirjev, ki so zavarovani s paketom kupljenih posojil (Janevska, b.l., str. 2).

V sedanji finančni krizi so vrednosti nepremičnin vztrajno padale. Veliko finančnih instrumentov, med katerimi so bile tudi drugorazredne hipotekarne obveznice ali CDO-ji (angl. *collateralized debt obligation*), so BA ocenile preveč optimistično in ker niso ocene odražale realnega stanja na trgu, so jih BA naenkrat znižale. Spremembe so bile velike. Padci so segali iz AAA pa vse do CCC. Institucije, ki uporabljajo bonitetne ocene BA, bi morale nujno poznati in razumeti metodologije, na podlagi katerih je posamezna ocena izračunana, ter vse omejitve, ki temeljijo na vrsti predpostavk. Uporabniki bonitetnih ocen so se slepo zanašali le na ocene priznanih BA, namesto da bi tudi sami opravljali poglobljene analize, za kar so potrebna ustrezna znanja, katera pa načeloma nimajo. Ker je bil to zanje velik šok in ker niso več zaupali ocenam zapletenih strukturiranih instrumentov, so se preprosto umaknili s trga strukturiranih produktov (Berk & Rupnik, 2009, str. 51).

Uredba o BA, ki je nastala 1. aprila 2009, je bila potrebna zaradi pomanjkljivosti in nepravilnosti pri izdajanju ter spreminjanju bonitetnih ocen, ki jih te agencije pripravljajo. Trenutni poostren nadzor nad BA je osredotočen na težave, ki izhajajo iz ocenjevanja strukturiranih finančnih instrumentov. Upoštevati je treba, da se lahko v prihodnosti z napredkom finančnih inovacij podobne težave pojavijo tudi na drugih področjih, kjer imajo BA malo izkušenj ali jih sploh nimajo.

Zakaj je prišlo do vseh teh vrst nepravilnosti? Razlogov za nepravilnosti je veliko in so različni. Od neustreznih modelov, navzkrižja interesov, površnosti, neusposobljenosti analitikov, do samega načina vodenja in nezadostnega nadzora kakovosti BA.

3.1 Različni vidiki nasprotja interesov

BA se pri ocenjevanju strukturiranih finančnih instrumentov niso zadostno izogibale ali vsaj obvladovale vseh nasprotij interesov.

Komisija evropskih skupnosti (2008, str. 5) v svojem poročilu navaja, da je potrebno obravnavati več vidikov:

- Nasprotja interesov povzročena s svetovalno dejavnostjo BA
Agencije so bile od začetka 1970 leta plačane s stani izdajatelja. V raziskavi, ki jo je opravil SEC leta 2008, je bilo odkrito, da so visoki analitski upravljavci in nadzorniki sodelovali pri dogovorih o plačilu izdajatelja in da je analitično osebje sodelovalo pri ratinskih odločitvah. Sporno je torej plačilo za storitev, ki jo izvaja agencija. Najprej svetujejo stranki kako sestaviti vrednostni papir, nakar ga še ocenijo in pri tem zaslužijo dvojno plačilo oz. stranki svetujejo kako naj sestavi vrednostni papir, da ohrani želeni rating. Zato ne preseneča dejstvo, da so se od leta 2002 do 2006 zaslužki agencije Moody's potrojili (Freixas & Shapiro, 2009). Da bi se zmanjšala nasprotja interesov je treba BA prisiliti samo k opravljanju bonitetnega ocenjevanja ter prenehanju opravljanja svetovalnih storitev.
- Dialog med ocenjevalnimi analitiki in ocenjevanim subjektom
Agencije so bile v nekaterih primerih kritizirane, da imajo preveč zaupna razmerja s strankami, s katerimi poslujejo. Takšni odnosi imajo lahko določene posledice, ki vodijo v ocene, ki niso natančne in odkrite. Problem ni bil tako pereč pri navadnem rating ocenjevanju, saj je tam pretočnost strank velika in bi le te imele majhen ali nikakršen vpliv na ocene. Drastično manj pa je strank, ki naročajo ocene strukturiranih finančnih instrumentov. Te imajo velik vpliv na agencijo, saj je tudi plačilo za takšno cenitev mnogo večje. Stranka v tem primeru plača le, če dobi želeno oceno (Mrak, 2008, str. 32).
- „Iskanje najugodnejše bonitetne ocene“ – angl. »Shop around« učinek
Možnost približevanja različnim BA omogoča izdajatelju nakup tiste ocene, ki je v njegovem primeru najboljša. Iz tega sledi, da trg vidi le najbolj optimističen rating.

3.2 Problemi metodologije za ocenjevanje bonitete

Bonitetne ocene, izdane pred začetkom finančne krize, niso odražale dogajanj na trgu. Zato je pri ponovnem izračunavanju prišlo do masovnega znižanja le teh. Razlog za te pomanjkljivosti tiči tudi v slabi kakovosti metodologij.

Komisija evropskih skupnosti (2008, str. 5) v svojem poročilu navaja, da je potrebno obravnavati več vidikov:

- Kakovost metodologij, modelov in ključnih ocenjevalnih predpostavk

BA mora modele, metodologije in ključne ocenjevalne predpostavke, uporabljene v postopku izračunavanja, razkriti. Vsaka sprememba ocenjevalne metodologije mora biti takoj razkrita in jasno izražena, na katere ocene bo vplivala. Od BA se nato pričakuje, da bodo te ocene nemudoma popravile. Prav tako morajo BA stalno posodablјati in revidirati modele in bonitetne ocene. Zlasti za ocene je pomembno, da se spreminjajo v skladu s spremembami na trgu. Tako se ohrani njihova verodostojnost.

- Nadzor bonitetnega ocenjevanja

Čeprav rating industrijo nadzoruje SEC, BA ne odgovarjajo za kakovost svojih ocen in ne morejo biti pravno obtožene za zavajanje javnosti. Uspešno so obdržale pravno nedotakljivost. Tržne udeležence oskrbujejo z informacijami in čeprav imajo svojevrsten ugled, se na trgu pojavljajo bolj v vlogi novinarja kot revizorja, ta pa ima pravico do prostega govora (Portes, 2008).

- Kakovost informacij uporabljenih v bonitetnih ocenah

V primeru sedanje finančne krize so podatki, na katerih so temeljili izračuni, mejili na obdobje, ki je bilo ekonomsko zelo ugodno in kjer so cene nepremičnin hitro rasle. Pesimističnih podatkov, ki so bili vključeni v izračune, pa je bilo bore malo. To bi lahko bil pomemben vir napak (Portes, 2008). Ratingi strukturiranih finančnih instrumentov so pridobljeni iz visoko sofisticiranih statističnih modelov, ki pa kot novost na trgu niso povsem jasno razumljivi, saj AAA ocena za strukturirane finančne instrumente ne pomeni isto kot AAA za tradicionalne bonitetne ocene (Danielsson, 2008). Statistično modeliranje je odločilni instrument za postopek odločanja v BA, vendar pa se v tem primeru izkaže bolj pomembno to, da imajo agencije za izračunavanje neke številke, kot pa da so te številke verodostojne in zanesljive (Mrak, 2008, str. 33).

- Zaposleno osebje v BA

BA mora zaposlovati zadostno število osebja s primernim znanjem in izkušnjami. Upoštevati morajo notranje politike in postopke, saj je to predpogoj za izvršitev pravilnega bonitetnega postopka, ki zagotavlja kakovostne in neoporečne ocene. Višina njihovih plačil ni odvisna od višine prihodka, ki ga BA prejme od ocenjevanega subjekta, ampak od točnosti, kakovosti ter neoporečnosti njihovega dela.

- Učinek dogajanj na trgu in makroekonomska pričakovanja

Agencije so veliko kritik prejele tudi na račun prepočasnega reagiranja, saj niso nemudoma prilagodile bonitetnih ocen tržnim pogojem in tudi investitorjev niso pravočasno opozorile na nevarnosti v zvezi s strukturiranimi finančnimi instrumenti. S procikličnim obnašanjem so prispevale le k še večjemu stopnjevanju nestabilnosti na trgu (Portes, 2008). Poleg vsega so podcenjevale možnosti zloma nepremičninskega trga. Cene nepremičnin so izkazovale eksponenten trend rasti in leta 2006 zrasle

skoraj za 200 odstotkov, nakar se je zgodil obraten proces – ker je lahko vrednost nepremičnine padla pod vrednost posojila, posojilojemalci niso več želeli odplačevati dolga, zato so raje odstopali od pogodb (Rant, 2008, str. 57).

3.3 Pomanjkanje preglednosti v dejavnosti bonitetnih agencij

Modeli, s pomočjo katerih delujejo BA, so osnovani na kritičnih predpostavkah. Čeprav BA zagotavljajo določene informacije pa uporabniki bonitetnih ocen vseeno niso dovolj informirani glede značilnosti in omejitev ocen strukturiranih finančnih instrumentov, zato tudi ne razumejo njihovega dejanskega pomena.

Komisija evropskih skupnosti (2008, str. 5) v svojem poročilu navaja, da je potrebno obravnavati več vidikov:

- Preglednost notranjih procesov in postopkov
K povečanju preglednosti so BA pripomogle tako, da letno objavljajo poročilo o preglednosti, v katerem javno razkrivajo nekatere pomembne informacije. Poročilo mora biti dostopno na njihovi spletni strani najmanj pet let.
- Vsebina bonitetnih ocen in diferencirano ocenjevanje za strukturirane finančne instrumente
BA mora razkriti vse ocene, pri tem pa upoštevati, da ocene strukturiranih finančnih instrumentov niso enake kot ocene tradicionalnih bonitetnih ocen. Zato mora BA objaviti poročilo, v katerem podrobno opiše uporabljen metodologijo pri ocenjevanju strukturiranih instrumentov ter razliko v kreditnem tveganju, pri tem pa tudi uporabljati drugačne ocenjevalne lestvice. Prav tako mora razkriti ocene, katere niso bile zahtevane s strani naročnika, saj se nenaročene ocene opredelijo z drugačno bonitetno kategorijo.
- Statistični podatki o uspešnosti bonitetnih agencij
Potrebno je vzpostaviti javno dostopni osrednji register, s pomočjo katerega bi uporabniki, na podlagi standardiziranih podatkov o pretekli uspešnosti, primerjali agencije v celotni panogi.

3.4 Odzivi bonitetnih agencij na kritike

V vsej tej zmedi pa ne gre kriviti le BA. Da je do tega stanja sploh prišlo, so morali biti zagotovljeni določeni pogoji. Ameriško gospodarstvo je moralo razpolagati z zadostno količino denarja, večja je morala biti tudi pripravljenost finančnih posrednikov za trgovanje z bolj tveganimi naložbami in druge možnosti tveganih naložbe so morale biti manj donosne, kot naložbe v drugorazredna nepremičninska posojila (Rant, 2008, str. 57-58).

Čeprav nekatere osrednje agencije trdijo nasprotno, finančniki in vlagatelji bonitetnih ocen ne razumejo le kot informativnih mnenj, ampak kot resna in pogosto tudi posebna priporočila.

Na podlagi ocen utemeljujejo svoje odločitve o naložbah. Ker BA ne priznajo vsaj del svoje krivde za nastanek finančne krize, so se odzvale na kritike z argumenti, da so njihovi ratingi mišljeni le kot izhodišče za bolj podrobno analizo, katero bodo neposredno storili profesionalni vlagatelji sami. Nadalje v agencijah trdijo, da je njihova ocena le mnenje v zvezi z verjetnostjo, da določen dolžniški instrument ne bo servisiran v določenem časovnem obdobju, ne pa mnenje o možnosti, da lahko postane trg za ta instrument nelikviden. Navsezadnje pa agencije ne morejo pomagati, če stranke obrnejo prvotna mnenja zaradi nepopolne ali celo napačne informacije. Vse kar lahko storijo je, da objavljajo uspešnost iz ocenjenih instrumentov in informirajo vlagatelje o posodobitvah glede prilagoditev ocenjevanja (Mrak, 2008, str. 32).

Nadalje BA bolj podrobno odgovarjajo na obtožbe kritik, da so s preblagimi ocenami tveganja za izvedene finančne instrumente, temelječe na hipotekarnih posojilih in hipotekarnih obveznicah, z argumenti, da rating ni ocena tržne vrednosti finančnega instrumenta niti primernosti instrumenta kot investicije. BA torej ne svetujejo nakupa, držanja ali prodaje vrednostnega papirja, kar je naloga investicijskih analitikov. V tem je bistvena razlika med BA in investicijskimi analitiki, ki pa jo tržni udeleženci mnogokrat pomešajo (Zgonik, 2009). Hipotekarne obveznice niso novost na trgu. BA jih ocenjujejo že vrsto let, zato imajo zaposleni dovolj znanja in izkušenj. Če pa bi morali oceniti preveč zapleten vrednostni papir, za katerega nimajo dovolj znanja in izkušenj, bi se mu raje izognili, saj ne želijo izgubiti svojega dolgoletnega ugleda. Nepričakovano je agencija Moody's junija 2008 celo prvič javno priznala, da ocene dolžniških instrumentov, ki so bili ocenjeni leta 2006, niso popolnoma primerne (Mrak, 2008, str. 33), krivde pa vseeno ne priznajo.

V sedANJI finančni krizi so prav tako oporekali modelom, na podlagi katerih BA pripravljajo ocene. Tu nastajajo konflikti interesov. BA so obtožene pristranskosti, ki ga povzroča model »naročnik plača«. Na obtožbe odgovarjajo, da je namen tega modela zagotavljanje informacij celotni javnosti brezplačno. Pri ocenjevanju upoštevajo vrsto varovalk, ki preprečujejo možnost konflikta interesov. Od tega, da o ratingih odločajo posebni analitični odbori, katerih ocenjevalci ne smejo vlagati v ocenjevani vrednostni papir, do tega, da analitiki niso plačani glede na vrednost plačila, ki ga naročnik plača za storitev. BA svojim strankam pred cenitvijo pošljejo cenik svojih storitev, končne ocene pa vedno javno objavijo. Vse to pa je še bolj podkrepljeno z dejstvom, da je delovanje BA regulirana dejavnost (Zgonik, 2009).

BA kljub vsemu ne priznajo svoje krivde, so pa na lastno pobudo same pripravile osnutke nekaterih reform, ki so jih pripravljene uvesti.

4. PREDLOGI ZA SPREMEMBE V BONITETNIH AGENCIJAH

4.1 Temeljni predlogi za spremembe

Glede na vse to je skrajni čas in upravičeno, da se za BA določijo stroga pravila, ne pa da zanje velja samo kodeks ravnanja, katerega je izdalo Mednarodno združenje nadzornikov trga vrednostnih papirjev. Uradniki so mnogokrat podpirali prostovoljni kodeks ravnanja, vendar so na koncu prišli do zaključka, da samourejanje ni zadostna rešitev. BA ga lahko upoštevajo prostovoljno in ravno tu je problem, saj kodeks ne vsebuje mehanizma za izvrševanje. Zato je potrebno pravila kodeksa dopolniti, da bi bila bolj uporabna in učinkovita.

Nekateri predlagajo uvedbo strožjih kazni za malomarnost in protizakolitost. Ampak to naj bi vodilo v propad agencij – bile bi sodno preganjene iz posla. Za pošteno delovanje BA se morajo določiti pravila o kaznih za kršitve in zagotoviti, da se ta pravila izvajajo. Kazni morajo biti osnovane tako, da so učinkovite in odvračilne.

Potrebno je sprejeti »svetovna pravila«. Pravila, ki bodo veljala za BA po vsem svetu. To omogoča usklajen zakonodajni okvir. Do takrat samo evropska pravila ne bodo učinkovita. Začasno pa se lahko sprejme pravilo, da se ocene neevropskih agencij uporablja le takrat, kadar jih odobri in upošteva agencija s sedežem v Evropski uniji ter zanje odgovarja.

Eden od modelov BA je, da izdajatelj vnaprej plača BA za cenitev vrednostnega papirja. Nekateri ekonomisti trdijo, da vnaprejšnja plačila odpravijo navzkrižja interesov za BA, ampak ne morejo preprečiti nakupovanja izdajateljev (Freixas & Shapiro, 2009). Izbiranje najboljših ocen je potrebno odpraviti, zato Freixas in Shapiro (2009) predlagata:

- Ena rešitev je povrnitev sistema »investitor plača«, kateri je bil v veljavi vse do leta 1970. Ta sistem so opustili zaradi *free riding* učinka (ali drugače problem zastojkarstva – pojavi se zaradi načela neizključljivosti, kjer posameznik teži k uporabi javne dobrine brez plačila). S tem sistemom bi lahko sedaj odpravili *free riding* učinek, vendar bi bil ta način za izvršitev in nadziranje veliko dražji. Zgonik (2009) razlaga: »Če bi model zamenjali in prešli npr. na sistem investitor plača, potem se s tem ustvarja nek privilegiran razred „insajderjev“, ki bi lahko omejeval tok informacij trgu kot celoti in tudi javno razpravo o ratingih. Po drugi strani pa tudi na ta način ne odstranimo možnosti konflikta interesov, saj bi v tem primeru investitorji raje videli, da so ratingi nižji.«
- Druga metoda za obnavljanje sistema »investitor plača« bi bil način, ko bi borza plačala za cenitev. Z ustanovitvijo organizacije, ki bi delovala v ta namen, bi ta ločila BA od izdajateljev. Organizacija bi prejela plačila izdajateljev, nalogo ocenitve pa bi poslala določeni BA ali pa tudi več njim. Če bi organizacija uspela izenačiti interese izdajateljev in BA, bi se izničila navzkrižja interesov in nakupovanje ocen.

Drugi predlagajo večjo konkurenco. Torej več novih udeležencev na trgu. Vsi verjamemo v konkurenco, vendar v tem okolju vlada naravni monopol. Z več agencijami na trgu pa bi bili mogoče priča dogodkom, ko bi izdajatelji še bolj agresivno iskali agencijo, ki jih bo najboljše ocenila.

Akademiki in »oblikovalci politike« so predlagali še mnogo načinov za reševanje problemov BA. Od nacionalizacij agencij do odprave javnega razkritja njihovih cenitev. Nekateri so razpravljali o tem, da bi morale biti družbeno koristne dobrine financirane s strani javnosti. Vendar pa obstajajo očitne nevarnosti glede učinkovitosti nacionaliziranih agencij. Izvedljivo alternativo bi lahko predstavljala ponovna vrnitev subskripcijskega prispevka: dajatev na uporabnika (investitorja). Nekateri kritiki predlagajo, da bi bila zelo uporabna standardizacija agencij. Če to pomeni uporabo istega zapisa za dano verjetnost neplačila, potem ta predlog ni uporaben. Vsak si lahko prevede ocene agencije Moody's v ocene agencije S&P's. Če pa to pomeni standardizacijo modelov ocenjevanja, bo izginila konkurenca – ne v celoti, saj lahko agencije uporabljajo različne podatke za izračunavanje z istim modelom, ampak potem bodo kupci hoteli vedeti, zakaj se rezultati razlikujejo.

Zelo uporabna se zdi tudi možnost ločevanja agencij od svetovanja in svetovalskih nalog. Toda politično se zdi nemogoče prisiliti agencije, da bi se odpovedale tako donosnemu svetovanju. Upiranje bi se lahko oslabilo, če bi izginilo strukturirano financiranje poslovanja. Nekateri namigujejo da bo in s tem bi izginil tudi problem. Ko bodo BA omejile svojo dejavnost samo na izdajo bonitetnih ocen, bodo izginila potencialna nasprotja interesov.

4.2 Deset konkretnih predlogov za spremembe: argumenti za in proti

Postopek posvetovanja je vključil dialog med vlagatelji v strukturirane finančne instrumente, institucije in vse glavne BA, nakar so anketiranci, predvsem BA in veliki institucionalni investitorji, izrazili svoje strinjanje glede seznama priporočil o pomanjkljivosti ocen strukturiranih finančnih instrumentov.

1. Institucionalni vlagatelji naj pregledajo svoje notranje postopke in smernice o tem, kako rating informacije o strukturiranih instrumentih, ki so jih uporabili, vplivajo na njihove mandate in investicijske odločitve (CGFS papers, 2008, str. 17), saj so učinki strukturiranih finančnih instrumentov drugačni od učinkov tradicionalnih dolžniških instrumentov, uporaba istih bonitetnih lestvic brez dodatne razlage pa zavajajoča. Zato je pomembno da BA zagotavljajo dodatne informacije.

Na predlog številka 1 odgovarjajo sledeče: Vsi udeleženci so široko podprli ta predlog. Vlagatelji so še posebej izpostavili dejstvo, da rating ocena predstavlja podporo oz. pomoč in ne nadomestilo v procesu odločanja kam investirati. BA so predlagale nadaljevanje svojega prizadevanja glede izobraževanja vlagateljev o pomenu njihovih ocen in omejitev (CGFS papers, 2008, str. 18-19).

2. Ocena poročil mora biti predstavljena na način, ki omogoča primerjavo tveganj med in znotraj razredov različnih strukturiranih finančnih instrumentov (CGFS papers, 2008, str. 17). Na primer, pred-prodajna in po-prodajna poročila o uspešnosti bi lahko bila standardizirana, še zlasti pri instrumentih ki se listinijo, saj je trenutno oskrba s temi podatki zelo slaba.

Na predlog številka 2 odgovarjajo sledeče: BA dvomijo o koristnosti standardizacije bonitetnih poročil, saj naj bi bila kreditna tveganja, povezana z različnimi razredi, raznolika in ne omogočajo nujno enostavno primerjavo. Investitorji so bolj naklonjeni temu predlogu, da naj bi rating poročila olajšala primerjave tveganj znotraj razreda finančnega premoženja. Prav tako podpirajo predlog, da bi se poročila o uspešnosti pred prodajo in po prodaji standardizirala (CGFS papers, 2008, str. 19).

3. BA mora zagotoviti jasnejše podatke o tem, kako pogosto posodablja ocene (CGFS papers, 2008, str. 17). Bonitetne ocene morajo biti primerno vzdrževane, posodobljene v skladu s dogajanjem na trgu in celovito revidirane. Vse posodobitve morajo biti dostopne javnosti.

Na predlog številka 3 odgovarjajo sledeče: Dosežen je bil širši konsenz med vlagatelji in BA, da naj bi bila nadzor ter poročila o posodobitvah koristna in bi izboljšala preglednost. Vendar pa BA menijo, da bi poročila v preveč rednih in kvantitativnih izdajah o posodobitvah strukturiranih finančnih instrumentov povzročila zmanjšano zanimanje in nenamerno obremenila trga s odvečnimi informacijami (CGFS papers, 2008, str. 19).

4. Zagotoviti bi bilo treba uporabniku bolj prijazen dostop do strukturiranih finančnih modelov in njihove dokumentacije (CGFS papers, 2008, str. 17).

Na predlog številka 4 odgovarjajo sledeče: Doseženo je bilo široko soglasje med vsemi anketiranci glede zagotavljanja uporabniku prijaznega orodja za modeliranje (CGFS papers, 2008, str. 19).

5. BA mora dokumentirati občutljivost tranš strukturiranih finančnih instrumentov glede spremembe v njihovih centralnih predpostavkah (CGFS papers, 2008, str. 17-18). Na primer kako se bodo spremenile ocene, ki so razporejene v različne tranše, če pride do sprememb v ocenjevalnih predpostavkah.

Na predlog številka 5 odgovarjajo sledeče: Predlog je bil podprt tako s strani investorjev kot BA. BA so pokazale načrt, kako vključiti analizo občutljivosti ter dodatne detajle, ki bi pokazale kako spremembe glavnih dejavnikov tveganja vplivajo na ocenjevanje kreditnega tveganja in ocene (CGFS papers, 2008, str. 19).

6. BA bi morale investitorjem jasno in redno razkrivati njihove predpostavke, na katerih temelji ocena strukturiranih finančnih proizvodov (CGFS papers, 2008, str. 19). Pomembne spremembe metodologij, praks, postopkov in procesov morajo BA razkriti, preden začnejo te veljati.

Na predlog številka 6 odgovarjajo sledeče: BA so se strinjale s tem priporočilom, da je potrebno gospodarske predpostavke narediti bolj pregledne. Vlagatelji predlagajo, da se poveča preglednost glede vsebine njihovih ocen, in ne zgolj povečanje količine informacij, ki jih zagotavljajo BA (CGFS papers, 2008, str. 19).

7. Omejeni zgodovinski podatki morajo biti jasno razkriti, saj bi tako lahko bolj ublažili tveganje (CGFS papers, 2008, str. 18). Pomanjkanje zanesljivih podatkov lahko privede do tega, da BA ne morejo izdelati verodostojne bonitetne ocene. V tem primeru BA ne sme izdati bonitetne ocene. BA bi morale v poročilih objaviti tiste ocene, ki jim ni mogoče pripisati enako stopnjo zaupanja za kakovost in stabilnost, kot bi to veljalo v primeru tradicionalnega izdelka.

Na predlog številka 7 odgovarjajo sledeče: BA se ne strinjajo s stališčem, da pomanjkanje zadostnih zgodovinskih podatkov lahko škoduje bonitetni oceni strukturiranih finančnih instrumentov. Natančneje menijo, da pregled zgodovinskih podatkov ne napoveduje pričakovanja o prihodnji uspešnosti. Investitorji se večinoma strinjajo s tem priporočilom in navajajo, da morajo biti sposobni opredeliti in razumeti osnovni princip povezanih razredov ter prepoznati kritične značilnosti prehajanja med tranšami, (kot prehod iz AAA v AA) (CGFS papers, 2008, str. 20).

8. BA bi morale bolj intenzivno spremljati delo različnih agentov, ki sodelujejo v procesu listinjenja, (CGFS papers, 2008, str. 18) in zaposlenih v BA. Ti morajo imeti dovolj znanja in izkušenj. Dolgotrajna razmerja z istimi ocenjevanimi strankami bi lahko ogrozila neodvisnost analitikov, zato mora BA poskrbeti da se za te analitike izvršuje sistem izmenjavanja.

Na predlog številka 8 odgovarjajo sledeče: BA menijo, da je ocenjevanje večine vrednostnih papirjev regulirana dejavnost. Ne glede na to pa BA navajajo, da so vsa prizadevanja uprta v zbiranje čim več podatkov o procesih, ki jih uporabljajo izdajatelji ter da se oceni točnost in celovitost njihovih podatkov, kar bi pomagalo pri preprečevanju goljufij. S tem predlogom se prav tako strinjajo tudi investitorji (CGFS papers, 2008, str. 20).

9. BA bi morale redno obravnavati širše sistemske posledice hitre rasti podobnih instrumentov ter obvodnih podjetij (CGFS papers, 2008, str. 18).

Na predlog številka 9 odgovarjajo sledeče: Mnenja o tem priporočilu so raznolika. Ena institucija predlaga, da bi ta predlog moral biti vgrajen v širši proces ocenjevanja, kjer je v analizo vključeno tudi makroekonomsko okolje. Nekaj vlagateljev je menilo, da bi morale biti

več prizadevanj usmerjenih v preprečevanje nasprotja interesov med izdajatelji in BA (CGFS papers, 2008, str. 20).

10. BA bi morale razmisliti, kako vključiti še dodatne podatke o tveganju, povezane s strukturiranimi finančnimi proizvodi (CGFS papers, 2008, str. 17-18).

Na predlog številka 10 odgovarjajo sledeče: Nadomestne oziroma drugačne ocenjevalne lestvice za strukturirane finančne instrumente bi bile glede izvedbe zelo drage ter nenamerno bi lahko povzročile zmedo med uporabniki rating ocen. V tem pogledu so si bile enotne tako BA kot nekatere institucije. Anketiranci so izrazili podporo ohranitvi obstoječih rating lestvic. Hkrati pa se tako BA kot investitorji strinjajo, da je potrebno zagotoviti več informacij in dodatnih pokazateljev, ki bi pomagali razkriti tveganje (CGFS papers, 2008, str. 20).

SKLEP

Razvoj BA se je začel v Ameriki, od finančne krize *The Great Depression* dalje. Navzkrižje interesov, kateremu so botrovale banke in si prislužile naziv »banksterji«, je povečalo njihovo vlogo. Primarna vloga, ki so jo imele BA, je bila izdajanje informacij in statistik za podjetja. Z najdaljšo tradicijo se lahko pohvali agencija Standard&Poor's. Skozi čas se je njihova vloga samo še povečevala.

Ocene BA so uporabne tako za kreditojemalce kot kreditodajalce, saj pomagajo zmanjševati asimetrične informacije. Pravzaprav pa vsako podjetje, ki želi stopiti na kapitalski trg in trgovati z dolžniškimi vrednostnimi papirji, potrebuje bonitetno oceno. Bonitetna ocena je tako rekoč nujna za normalno poslovanje. Ocene agencije Moody's se nekoliko razlikujejo od ocen agencij S&P's in Fitch. Prevelike razlike niso dopustne, vendar je potrebno upoštevati dejstvo, da agencije izračunavajo ocene na podlagi zapletenih modelov, z različnimi podatki in da te ocene odražajo trenutno stanje, zato jih je potrebno pogosto obnavljati.

V diplomski nalogi sem prišla do pomembne ugotovitve. Finančne krize, za katere krivijo poleg ostalih dejavnikov tudi BA, se razlikujejo od krize, v kateri se trenutno nahaja svetovno gospodarstvo. Razlika se skriva v načinu ocenjevanja, saj so v preteklih krizah BA ocenjevale države, ki so bile prejemnice kapitala, trenutna finančna kriza pa je nastala kot posledica slabosti na ameriškem nepremičninskem trgu drugorazrednih hipotekarnih kreditov zaradi bistvenega znižanja bonitet različnih strukturiranih finančnih instrumentov.

BA ni uspelo pravočasno pokazati poslabšanja tržnih pogojev. Vzroke za to lahko iščemo v nasprotnih interesov, slabi kakovosti bonitetnih ocen, neurejeni preglednosti agencij, nenadzorovani notranji ureditvi in njihovi dejavnosti.

Vprašanje glede kredibilnosti bonitetnih ocen se postavlja že iz finančnih kriz devetdesetih let. Že v primeru mehiške in azijske krize ni spremljala pravočasna reakcija BA glede sprememb bonitet držav prejemnic kapitala. Njihovo opozarjanje na potencialne nevarnosti,

se je prepozno pokazalo v naknadnih spremembah ocen držav. S svojimi zapoznelimi popravki so spodbujale pritoke kapitala vse do zadnjega trenutka, nato pa so z znižanjem bonitete še prispevale k že tako paničnemu begu tujih kreditorjev in investorjev iz države.

Poznana je tudi zgodba o Enronu, ameriškem gigantu, ki je »propadel« čez noč. Delnice podjetja so po odkritju goljufij, ki so se dogajale, drastično padle. K temu so prispevale tudi BA, saj so bile ocene pretirano optimistične in niso odražale razmer v podjetju.

Uporabniki bonitetnih ocen se ne bi smeli slepo zanašati samo na bonitetne ocene. Opravljati bi morali tudi lastne analize in šele na podlagi teh potrditi svoje odločitve. Bonitetna ocena naj bi služila kot pripomoček za nadaljnje odločanje.

Zato ni lahko reči, kakšna bo usoda te industrije v prihodnosti. BA se trudijo odpraviti določene slabosti in pomanjkljivosti, katerih še vedno ne priznajo, v sistemu njihovega delovanja. Ker nimajo prave alternative in ker jih velika večina deluje v zasebni lasti, uživajo trenutno svojevrsten ugled, še posebej pa so zavidljive vrtoglave vsote njihovih prihodkov iz dejavnosti. V bodoče lahko samo upamo, da se podobna zgodba z globalnimi razsežnostmi ne bi več ponovila.

LITERATURA IN VIRI

1. CGFS Papers (2008, julij). *Ratings in structured finance: what went wrong and what can be done to address shortcoming*. No. 32. BIS. Najdeno 2. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/publ/cgfs32.pdf>
2. Danielsson, J. (2008, 8. maj). *Blame the models*. Najdeno 1. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1118>
3. Evropski parlament (2009, 1. april). *Poročilo o predlogu Uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o bonitetnih agencijah*. (KOM(2008)0704 – C6-0397/2008 – 2008/0217(COD)). Najdeno 4. maja 2009 na spletnem naslovu <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A6-2009-0191+0+DOC+XML+V0//SL>
4. Fight, A. (2001). *The ratings game*. Chichester: John Wiley & Sons Ltd.
5. Flandrau, M., Gaillard, N. & Packer, F. (2009). *Rating Performance, Regulation and the Great Depression: Evidence from Foreign Government Securities*. Graduate Institute for International and Development Studies. Geneva and CEPR London. Najdeno 1. julija 2009 na spletnem naslovu www.cepr.org/pubs/dps/DP7328.asp
6. Freixas, X. & Shapiro, J. (2009, 18. marec). *The credit rating industry: Incentives, shopping and regulation*. Najdeno 2. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3286>
7. Gaillard, N. & Flandreau, M. (2009, 26. junij). *Icarus' syndrome: Rating agencies and the logic of regulatory licence*. Najdeno 2. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3703>
8. Janevska, L. (b.l.). *Prenos kreditnega tveganja*. Banka Slovenije. Najdeno 30. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.google.si/#hl=sl&source=hp&q=janevska+lidija+prenos+kreditnega+tveganja&btnG=Iskanje+Google&meta=cr%3DcountrySI&aq=f&oq=janevska+lidija+prenos+kreditnega+tveganja&fp=17076cd8183c7bbf>
9. Komisija Evropskih skupnosti. *Delovni dokument služb komisije, priložen predlogu uredbe Evropskega parlamenta in sveta, o bonitetnih agencijah*. (SEC(2008) 2746, 12. november 2008). Najdeno 8. julija 2009 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/proposal_sl.pdf

10. Kovač, S. (2002). *Rating agencije in verodostojnost rating ocen*. Bančni vestnik, 12, str. 7-9.
11. Lampe, S. (2007). *Rating od A do Ž*. Bančni vestnik, 06, str. 39-46.
12. Mrak, M. (2007, november). *Mednarodne finančne krize in banke*. Bančni vestnik, 11, str. 1.
13. Mrak, M. (2008, september). *Poor Performance of Rating Agencies and Current Financial Crisis*. Bančni Vestnik, 11, str. 30-33.
14. Portes, R. (2008, 22. januar). *Ratings agency reform*. Najdeno 2. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/887>
15. Rant, V. (2008, 11. november). *Anatomija globalne finančne krize*. Najdeno 16. aprila 2009 na spletnem naslovu http://miha.ef.uni-lj.si/_dokumenti3plus2/193014/055_068_PKP_08_Anatomija.pdf
16. Rubin, S. (b.l.). *Standardiziran pristop k merjenju kreditnega tveganja*. Banka Slovenije. Najdeno 15. januarja 2009 na spletnem naslovu <http://209.85.129.132/search?q=cache:6uC9S7jK6fkJ:www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp%3FDatotekaId%3D542+definicija+rating+agencije&cd=1&hl=sl&ct=clnk&gl=si>
17. Rupnik, K. & Berk, S., A. (2009, 11. marec). *Geneza in reševanje sedanje finančne krize*. KD Finančna točka. Najdeno 3. maja 2009 na spletnem naslovu <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=12249>
18. Smodiš, S. (2008). *Kreditni trgi proti bonitetnim agencijam*. Bančni vestnik, 09, str. 31-36.
19. Sporočilo Komisije o bonitetnih agencijah (2006, 11. marec). *Uradni list Evropske unije*. (2006/C 59/02). Najdeno 1. februarja 2009 na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2006:059:0002:0006:SL:PDF>
20. Zgonik, S. (2009, 1. februar). *Gospodarska rast v Sloveniji bo po vsej verjetnosti negativna*. Mladina. Najdeno 15. april 2009 na spletnem naslovu http://www.mladina.si/dnevnik/30-01-2009-gospodarska_rast_v_sloveniji_bo_po_vsej_verjetnosti_negativna/