

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**VLOGA BONITETNE AGENCIJE CAPITAL INTELLIGENCE
NA RAZVIJAJOČIH SE TRGIH**

Ljubljana, september 2009

VASJA KACAFURA

IZJAVA

Študent Vasja Kacafura izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. dr. Aleksandre Gregorič in dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO VSEBINE

UVOD	1
1 PREDSTAVITEV BONITETNIH AGENCIJ	2
1.1 ZGODOVINA IN RAZVOJ	2
1.2 VLOGA IN FUNKCIJA	4
1.3 ZNAČILNOSTI TRGA	10
1.4 VRSTE BONITETNIH OCEN	12
1.4.1 Dolgoročna kreditna bonitetna ocena	14
2 PREDSTAVITEV BONITETNE AGENCIJE CAPITAL INTELLIGENCE	16
2.1 OSEBNA IZKAZNICA	16
2.2 PONUDBA PRODUKTOV IN STORITEV	17
3 VRSTE IN DEFINICIJE BONITETNIH OCEN BONITETNE AGENCIJE CAPITAL INTELLIGENCE	20
3.1 MEDNARODNA KREDITNA BONITETNA OCENA	20
3.1.1 Kreditna bonitetna ocena izdajatelja	20
3.1.1.1 Dolgoročna kreditna bonitetna ocena izdajatelja	21
3.1.1.2 Kratkoročna kreditna bonitetna ocena izdajatelja	23
3.1.2 Kreditna bonitetna ocena izdaje	24
3.1.2.1 Dolgoročna kreditna bonitetna ocena izdaje	25
3.1.2.2 Kratkoročna kreditna bonitetna ocena izdaje	26
3.2 NACIONALNA KREDITNA BONITETNA OCENA	27
3.2.1 Dolgoročna nacionalna kreditna bonitetna ocena	28
3.2.2 Kratkoročna nacionalna kreditna bonitetna ocena	29
3.3 OSTALE BONITETNE OCENE	30
3.3.1 Ocena finančne moči	30
3.3.2 Ocena podpore	32
3.3.3 Ocena prihodnjih izgledov	33
3.3.4 Pogojna ocena	34
4 METODOLOGIJA OCENJEVANJA BANKE S STRANI BONITETNE AGENCIJE CAPITAL INTELLIGENCE	34
4.1 ZNAČILNOSTI BANČNIŠTVA NA RAZVIJAJOČIH SE TRGIH	34
4.2 PROCES DODELITVE BONITETNE OCENE	35
4.3 DEJAVNIKI OCENE	40
4.3.1 Poslovno okolje	41
4.3.2 Lastništvo in upravljanje	42
4.3.3 Vrednost franšize	42
4.3.4 Vodstvo in strategija	42
4.3.5 Profil tveganja	43
4.3.6 Finančni profil	45

4.4	KLJUČNE POSTAVKE V RAČUNOVODSKIH IZKAZIH	48
4.5	KLJUČNI FINANČNI KAZALNIKI	49
4.6	RAZLIKE MED OCENJEVANJEM NA RAZVITIH IN RAZVIJAJOČIH SE TRGIH	51
5	FINANČNA KRIZA IN VLOGA BONITETNIH AGENCIJ.....	52
5.1	NASTANEK IN DOSEDANJI RAZVOJ FINANČNE KRIZE	52
5.2	RAZŠIRITEV FINANČNE KRIZE	59
5.3	VPLIV FINANČNE KRIZE NA REALNI SEKTOR	62
5.4	VLOGA BONITETNIH AGENCIJ V FINANČNI KRIZI	63
5.5	VLOGA BONITETNIH AGENCIJ V PRIHODNOSTI	66
	SKLEP.....	68
	LITERATURA IN VIRI.....	70
	PRILOGE	

KAZALO TABEL

TABELA 1: KUMULATIVNE STOPNJE NEPORAVNAVE FINANČNIH OBVEZNOSTI AMERIŠKIH PODJETIJ, OCENJENIH S STRANI BONITETNE AGENCIJE STANDARD & POOR'S (ZA OBDOBJE 1981-2004) (v %)	5
TABELA 2: KUMULATIVNE STOPNJE NEPORAVNAVE FINANČNIH OBVEZNOSTI IZHAJAJOČIH IZ AMERIŠKIH OBVEZNIC, OCENJENIH S STRANI BONITETNIH AGENCIJ STANDARD & POOR'S (ZA OBDOBJE 1981-1998) IN MOODY'S (ZA OBDOBJE 1983-1998) (v %)	5
TABELA 3: PREHODNA MATRIKA ENOLETNIH POVPREČIJ BONITETNE AGENCIJE MOODY'S (ZA OBDOBJE 1920-1996) (v %)	6
TABELA 4: KLJUČNE POSTAVKE V BILANCI STANJA	48
TABELA 5: KLJUČNE POSTAVKE V IZKAZU POSLOVNEGA IZIDA	49
TABELA 6: KLJUČNI KAZALNIKI KVALITETE AKTIVE	49
TABELA 7: KLJUČNI KAZALNIKI KAPITALA IN KAPITALSKE USTREZNOSTI	50
TABELA 8: KLJUČNI KAZALNIKI LIKVIDNOSTI	50
TABELA 9: KLJUČNI KAZALNIKI DOBIČKONOSNOSTI	50

KAZALO SLIK

SLIKA 1: RAZČLENITEV BONITETNE OCENE	13
SLIKA 2: PRIMERJALNA LESTVICA DOLGOROČNE KREDITNE BONITETNE OCENE NAJPOMEMBNEJŠIH BONITETNIH AGENCIJ	15
SLIKA 3: PROCES DODELITVE BONITETNE OCENE	36
SLIKA 4: POENOSTAVLJEN PRIKAZ PROCESA LISTINJENJA	55

KAZALO PRILOG

PRILOGA 1: SLOVAR UPORABLJENIH TUJIH IZRAZOV	1
PRILOGA 2: VPRAŠALNIK BONITETNE AGENCIJE CAPITAL INTELLIGENCE	3

Uvod

V slovenski finančni javnosti je izraz »rating« splošno sprejet in uveljavljen termin, čeprav to ni slovenska beseda, temveč tujka oziroma nepodmačena prevzeta beseda iz angleškega jezika, ki ni prilagojena jezikovnim zakonitostim slovenščine. Ustrezen vsebinski prevod navedenega izraza se sicer glasi »ocenitev« oziroma »ocena«, a sta slednji zaradi boljšega razumevanja v nadaljevanju nadomeščeni oziroma dopolnjeni s terminom »boniteta«. Tako je angleški izraz »rating agency« nadomeščen s terminom »bonitetna agencija«, »rating« pa z »bonitetna ocena«.

V skoraj 150-letni zgodovini obstoja je vloga bonitetnih agencij izredno pridobila na pomenu, saj le-te danes predstavljajo zelo pomembno in specifično udeleženko na finančnih trgih. Agencije namreč s svojim delovanjem oziroma dodeljenimi bonitetnimi ocenami prispevajo h kakovostnejšemu prenosu finančnih sredstev od suficitnih k deficitnim gospodarskim celicam. Njihovo osnovno storitev predstavlja dodelitev bonitetne ocene posameznemu izdajatelju ali njegovemu izdanemu dolgu, ki jo agencije prodajajo zainteresirani finančni javnosti kot lastno mnenje o kakovosti posamezne naložbe, pri čemer je kakovost izražena kot tveganost naložbe v določen finančni instrument. Zaradi nepristranskega in neodvisnega delovanja je trg v veliki meri sprejel vlogo bonitetnih agencij ter s tem tudi njihovo mnenje kot zanesljivo in zaupanja vredno orodje za ocenitev tveganosti posamezne naložbe. Kljub omenjenemu pa se je v zadnjem obdobju zaupanje finančne javnosti in regulatornih organov v agencije malce omajalo, saj se je pripetilo kar nekaj dogodkov, ki so vzbudili dvom o verodostojnosti njihovega delovanja. Čeprav se je zaupanje v delovanje agencij nekoliko oslabilo, pa njihova vloga na finančnih trgih ostaja nepogrešljiva, saj predstavljajo zelo pomemben vir informacij o tveganosti naložbe v posamezne finančne instrumente.

Namen magistrskega dela je predstaviti pomembnost vloge bonitetnih agencij na finančnih trgih pri informiranju zainteresirane javnosti ter pri tem izpostaviti osnovne značilnosti delovanja in metodologije ocenjevanja izdajateljev in izdaj s strani mednarodne bonitetne agencije Capital Intelligence, pri čemer je poudarek namenjen ocenjevanju bank. Na ta način želim prispevati k večji informiranosti slovenske javnosti o vlogi bonitetnih agencij, saj je njeno poznavanje tovrstnega področja zaradi pomanjkanja ustrezne literature dokaj slabo. V magistrskem delu vire informacij poleg obravnavane literature predstavljajo tudi moje lastne izkušnje in znanja, ki sem jih pridobil na tem področju dela v NLB d.d., obenem pa sem se udeležil tudi večdnevnega izobraževalnega seminarja bonitetne agencije Capital Intelligence.

Magistrsko delo je razdeljeno na pet poglavij. Uvodu sledi splošna predstavitev bonitetnih agencij in njihovih ocen. V drugem poglavju podam kratko predstavitev bonitetne agencije Capital Intelligence, v tretjem poglavju pa se osredotočim na opis njenih bonitetnih ocen. V nadaljevanju podrobno obravnavam metodologijo ocenjevanja banke s strani obravnavane agencije, v zadnjem petem poglavju pa predstavim trenutno globalno finančno krizo in v tem okviru vlogo bonitetnih agencij. Magistrsko delo zaključim s sklepnimi mislimi.

1 Predstavitev bonitetnih agencij

1.1 Zgodovina in razvoj

Korenine delovanja bonitetnih agencij segajo v 19. stoletje v ZDA. V skoraj 150 letih obstoja agencij je njihova vloga naraščala tako zaradi naraščajočega števila izdajateljev kot tudi vedno novih in kompleksnejših finančnih produktov. Sprva so se bonitetne ocene uporabljale zgolj v ZDA, z globalizacijo finančnih trgov pa se je uporaba le-teh prenesla tudi v druge države sveta, s čimer so bonitetne agencije postale nepogrešljiv element globalnih finančnih trgov.

Na razvoj bonitetnih agencij so poleg ameriške investicijske javnosti v veliki meri vplivali tudi regulatorji ameriškega finančnega trga, ki so v drugi polovici dvajsetega stoletja začeli uporabljati bonitetne ocene predvsem za potrebe nadzora investicijskega tveganja institucionalnih investitorjev in objektivnega razkrivanja informacij o tveganosti posameznih naložb. Eno od ključnih prelomnic v razvoju bonitetnih agencij zagotovo predstavlja leto 1975, ko je ameriška Komisija za trg vrednostnih papirjev (angl. *Securities and Exchange Commission* ali *SEC*) na podlagi določenih neformalnih kriterijev izbrala tri agencije, katerih ocene so predstavljale edino relevantno merilo za ocenjevanje kreditnega tveganja posameznih ameriških izdajateljev oziroma izdaj in so kot takšne bile uradno dovoljene za uporabo v regulatorne namene. Agencije s tovrstnim statusom so poznane kot nacionalno priznane statistične bonitetne organizacije (ang. *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* ali *NRSRO*). Število teh se je skozi čas spreminjalo, trenutno pa obstaja deset tovrstnih agencij,¹ katerih ocene v ZDA predstavljajo zakonsko predpisan kriterij za ocenjevanje kreditnega tveganja v regulatorne namene.

Z omenjenim ukrepom je ameriška Komisija za trg vrednostnih papirjev sicer ustvarila pogoje za masovno uporabo bonitetnih ocen v ZDA, hkrati pa pripomogla k uveljavitvi bonitetnih »blagovnih znamk«, zaradi česar se v strokovni javnosti že od samega začetka ustanovitve *NRSRO* agencij porajajo vprašanja o ustreznosti takšnega koncepta in njegovi vlogi pri nastanku oligopolne moči tovrstnih agencij ter posledično morebitni manjši kvaliteti in zanesljivosti njihovih ocen.

V nadaljevanju podajam kratko zgodovino in razvoj treh prvotnih *NRSRO* agencij, t.j. Standard & Poor's, Moody's in Fitch, ki so hkrati tudi mednarodno najbolj priznane in največje bonitetne agencije na svetu, saj skupni tržni delež »velikih treh« agencij (angl. *big three*) znaša približno 95 % (Portes, 2008).

¹ *NRSRO* agencije so: A.M. Best Company, Inc; Dominion Bond Rating Service, Ltd; Egan-Jones Rating Company; Fitch, Inc; Japan Credit Rating Agency, Ltd; LACE Financial Corp; Moody's Investors Service, Inc; Rating and Investment Information, Inc; Realpoint LLC; Standard & Poor's Ratings Services (Credit Rating Agencies-NRSROs, 2009).

Standard & Poor's je najstarejša bonitetna agencija na svetu, saj njeni začetki delovanja segajo v leto 1860. Tega leta je namreč Henry Varnum Poor izdal publikacijo, imenovano Zgodovina železnic in prekopov v ZDA (angl. *History of Railroads and Canals in the United States*), ki predstavlja predhodnico današnjih poročil in analiz s področja vrednostnih papirjev. Zavaljo pomanjkanja finančnih informacij o ameriških podjetjih za investitorje je Luther Lee Blake leta 1906 ustanovil družbo Standard Statistics Bureau, ki se je leta 1941 združila z družbo Poor's Publishing, s čimer je agencija dobila tudi današnje ime. Pomemben mejnik v njenem razvoju predstavlja leto 1966, ko je agencijo prevzela založniška hiša McGraw-Hill Companies, Inc (Company History, 2009).

Agencija danes preko svoje poslovne mreže, ki obsega približno 10.000 zaposlenih v 23 državah, ocenjuje različne dolžniške finančne instrumente v skupni vrednosti 32 bilijonov USD in okvirno 10.000 družb v več kot 100 državah (Overview, 2009).

Moody's je druga najstarejša bonitetna agencija na svetu, katere začetki delovanja segajo v leto 1900, ko je John Moody ustanovil podjetje ter izdal priročnik z informacijami in statističnimi podatki o delnicah in obveznicah finančnih institucij, vladnih agencij in podjetij iz različnih panog z naslovom Moody'sov priročnik o industrijskih in drugih vrednostnih papirjih (angl. *Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities*). Z borznim zlomom leta 1907 je propadlo tudi njegovo podjetje, a se je že leta 1909 vrnil na finančne trge z novo idejo: namesto zgolj zbiranja informacij in statističnih podatkov je investitorjem ponudil analize o vrednosti vrednostnih papirjev. Za podajanje svojih zaključkov je osnoval enostaven sistem za razvrščanje tveganosti naložb v vrednostne papirje, ki je temeljil na ocenah, sestavljenih iz velikih in malih tiskanih črk ter števil. Svoje analize in današnjo znamenito lestvico ocen (od Aaa do C) je premierno predstavil v priročniku z naslovom Moody'sove analize naložb v železnice (angl. *Moody's Analyses of Railroad Investments*), kasneje pa je svoje analize in »revolucionarne« ocene uporabil tudi za potrebe ocenjevanja tveganosti naložb v ostale industrije. Leta 1914 je bila ustanovljena družba Moody's Investors Service, ki je že 10 let kasneje obvladovala skoraj celoten trg ameriških obveznic. V 70-ih letih prejšnjega stoletja je agencija kot prva med največjimi začela svoje storitve tudi zaračunavati (Moody's History, 2009).

Agencija ima danes svoje poslovalnice v 27 državah širom sveta, kjer je zaposlenih okvirno 3.000 ljudi ter ocenjuje različne dolžniške finančne instrumente v skupni vrednosti 60 bilijonov USD in približno 12.000 družb v več kot 100 državah (Introduction to Moody's, 2009).

Predstavitev treh najstarejših in največjih mednarodno priznanih bonitetnih agencij zaključujem s tretjo najstarejšo agencijo na svetu, t.j. Fitch. Njeno predhodnico Fitch Publishing Company je leta 1913 ustanovil John Knowles Fitch. Ukvarjala se je z izdajami finančnih statističnih podatkov za investicijsko javnost, pri čemer velja izpostaviti predvsem publikaciji z naslovom Fitcheva knjiga o obveznicah (angl. *Fitch Bond Book*) in Fitchev priročnik o delnicah in obveznicah (angl. *Fitch Stock and Bond Manual*). Po vzoru agencije

Moody's je družba leta 1924 predstavila svojo različico lestvice ocen, kjer so v uporabi zgolj velike tiskane črke, številke sta nadomestila simbola + in -, razpon lestvice pa je za eno stopnjo večji od izvirne Moody'sove različice (od AAA do D). Eden od ključnih mejnikov v razvoju agencije predstavlja leto 1989, ko se je agencija dokapitalizirala in dobila novo vodstvo, pod katerim je v 90-ih letih prejšnjega stoletja beležila izjemno rast. Agencija se je leta 1997 združila z družbo IBCA Limited, leta 2000 pa prevzela konkurenčni družbi Duff & Phelps Credit Rating Co. in Thomson BankWatch, s čimer je le še utrdila status globalnega »igralca« (The History of Fitch Ratings, 2009).

Danes agencija zaposluje približno 2.100 ljudi v 34 državah širom po svetu ter ocenjuje različne dolžniške finančne instrumente v skupni vrednosti 25 bilijonov USD in okvirno 8.000 družb v več kot 100 državah (Fitch Ratings Capabilities Brochure, 2009, str. 1-9).

1.2 Vloga in funkcija

Bonitetna agencija postaja čedalje pomembnejša udeleženka na finančnih trgih, pri čemer je njena vloga oziroma funkcija zelo specifična. Agencija namreč nima vloge tipičnega finančnega posrednika med celicami s finančnim presežkom in celicami s finančnim primanjkljajem, temveč s svojim delovanjem oziroma dodeljevanjem bonitetnih ocen pripomore h kvalitetnejšemu prenosu finančnih presežkov od suficitnih k deficitnim gospodarskim celicam. Agencija je družba, katere temeljna storitev je podrobna analiza relevantnih podatkov in na tej osnovi dodeljena bonitetna ocena izdajatelja ali izdanega dolga, ki jo agencija prodaja zainteresirani investicijski javnosti kot lastno znanje in vedenje o kakovosti obstoječih oziroma potencialnih naložb investorjev. Kakovost posamezne naložbe je izražena kot tveganost naložbe v delnice, obveznice, vloge ali druge oblike dolžniških finančnih instrumentov. Kot že rečeno, kakovost oziroma tveganost posamezne naložbe agencija poda v obliki bonitetne ocene, ki pa odraža zgolj mnenje agencije, ali je določena investicija bolj oziroma manj tvegana napram primerljivim investicijam. Povedano drugače, agencija ne svetuje nakupa, prodaje ali držanja določene naložbe, temveč le izrazi svoje nepristransko in neodvisno mnenje o obsegu relativnega kreditnega tveganja določenega izdanega dolga ali izdajatelja kot celote.

Zaradi objektivnega in neodvisnega delovanja je trg večinoma sprejel vlogo bonitetnih agencij ter s tem tudi njihovo mnenje kot zanesljivo in zaupanja vredno orodje za ocenitev tveganosti oziroma varnosti posamezne naložbe. Navedeno potrjujeta tudi Tabela 1 in Tabela 2, iz katerih je razvidna pretekla visoka zanesljivost dolgoročnih kreditnih bonitetnih ocen izdajateljev oziroma izdaj.²

² Dolgoročna kreditna bonitetna ocena izdajatelja oziroma izdaje je obravnavana v poglavju 1.4.1.

Tabela 1: Kumulativne stopnje neporavnave finančnih obveznosti ameriških podjetij, ocenjenih s strani bonitetne agencije Standard & Poor's (za obdobje 1981-2004) (v %)

Bonitetna ocena podjetja	1 leto	5 let	10 let	15 let
AAA	0,00	0,10	0,45	0,61
AA	0,01	0,30	0,85	1,35
A	0,04	0,61	1,94	2,98
BBB	0,29	2,99	6,10	8,72
BB	1,20	11,25	19,20	55,59
B	5,71	25,40	33,75	38,63
CCC - C	28,83	50,85	56,45	59,44
Ocena investicijske stopnje	0,11	1,20	2,71	3,92
Ocena neinvesticijske stopnje	4,91	20,22	28,25	32,42
Skupaj	1,64	7,08	10,45	12,51

Vir: Ronald, *Who rates the raters?*, 2005, str. 66.

Tabela 2: Kumulativne stopnje neporavnave finančnih obveznosti izhajajočih iz ameriških obveznic, ocenjenih s strani bonitetnih agencij Standard & Poor's (za obdobje 1981-1998) in Moody's (za obdobje 1983-1998) (v %)

Bonitetna ocena obveznice		1 leto		5 let	
S & P	Moody's	S & P	Moody's	S & P	Moody's
AAA	Aaa	0,00	0,00	0,15	0,22
AA+	Aa1	0,00	0,00	0,27	0,25
AA	Aa2	0,00	0,00	0,11	0,50
AA-	Aa3	0,00	0,07	0,40	0,45
A+	A1	0,03	0,00	0,48	0,75
A	A2	0,04	0,00	0,32	0,66
A-	A3	0,07	0,00	0,82	0,45
BBB+	Baa1	0,20	0,04	1,15	1,45
BBB	Baa2	0,19	0,08	1,36	1,29
BBB-	Baa3	0,30	0,31	3,21	2,79
BB+	Ba1	0,62	0,64	5,79	8,45
BB	Ba2	0,78	0,59	6,88	9,66
BB-	Ba3	1,19	2,55	12,23	20,76
B+	B1	2,42	3,56	16,18	25,56
B	B2	7,93	6,85	24,66	28,52
B-	B3	9,84	12,41	29,16	37,49
CCC	Caa1-C	20,39	18,31	41,29	38,30
Ocena investicijske stopnje		0,08	0,04	0,71	0,82
Ocena neinvesticijske stopnje		3,83	3,67	16,08	20,26

Vir: Estrella, *Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information*, 2000, str. 127.

Zahtevnejši investitorji poleg ocenjenega relativnega kreditnega tveganja pogosto želijo tudi oceno absolutnega kreditnega tveganja izdaje oziroma izdajatelja. Ta ocena jim pove, kakšna je verjetnost, da bo pri določeni naložbi prišlo do zamude poravnave ali neporavnave glavnice in/ali obresti oziroma do stečaja ali pravne izterjave dolgov izdajatelja. Za zadovoljitev teh potreb in ocenitev pravilnosti preteklih dodeljenih ocen, največje bonitetne agencije redno opravljajo analize neporavnanih finančnih obveznosti ocenjenih izdajateljev in analize neporavnanih finančnih obveznosti iz naslova ocenjenih izdaj. Tovrstne analize spremljajo

določeno oceno skozi čas, zato se na začetku vsakega leta grupira vse izdajatelje oziroma izdaje z enako oceno in se jim sledi do konca preučevanega obdobja. Na podlagi večletnega spremljanja je nato mogoče določiti kumulativne stopnje verjetnosti neplačila finančnih obveznosti, ki pripadajo posamezni bonitetni oceni. Na ta način so agencije poleg relativnega kreditnega tveganja sposobne določiti tudi absolutno kreditno tveganje določenega izdajatelja ali izdaje, ki natančno pove, kolikšna je verjetnost neplačila finančnih obveznosti. Analize so potrdile, da obstaja močna negativna korelacija med višino bonitetnih ocen in verjetnostjo neporavnave finančnih obveznosti, saj nižje ocene sovpadajo z višjo verjetnostjo neplačila obveznosti in obratno (Estrella, 2000, str. 126-127; Lampe, 2008b, str. 33-34).

*Tabela 3: Prehodna matrika enoletnih povprečij bonitetne agencije Moody's (za obdobje 1920-1996) (v %)**

Bonitetna ocena na začetku obdobja	Bonitetna ocena na koncu obdobja							Neporavnavna finančnih obveznosti
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	
Aaa	92,18	6,51	1,04	0,25	0,02	0,00	0,00	0,00
Aa	1,29	91,62	6,11	0,70	0,18	0,03	0,00	0,07
A	0,08	2,50	91,36	5,11	0,69	0,11	0,02	0,14
Baa	0,04	0,27	4,22	89,16	5,25	0,68	0,07	0,31
Ba	0,02	0,09	0,44	5,11	87,08	5,57	0,46	1,25
B	0,00	0,04	0,14	0,69	6,52	85,20	3,54	3,87
Caa-C	0,00	0,02	0,04	0,37	1,45	6,00	78,30	13,81

Legenda: * Matrika se nanaša na ameriške izdajatelje.

Vir: Moody's Investors Service Global Credit Research, Moody's Rating Migration and Credit Quality Correlation, 1920-1996, 1997b, str. 11.

Zanesljivost in kakovost objavljenih bonitetnih ocen se lahko dodatno preveri tudi s pomočjo t.i. prehodnih ali migracijskih matrik, ki povedo smer in velikost spremembe posamezne ocene, pri čemer večja stabilnost oziroma manjša spremenljivost predstavlja večjo zanesljivost in kakovost bonitetne ocene (glej Tabela 3). Vrstični del glave tabele ponazarja ocene na začetku preučevanega obdobja, medtem ko stolpični del glave tabele predstavlja ocene na koncu preučevanega obdobja. Posamezna celica v jedru tabele tako predstavlja povprečen delež izdajateljev, ki so na začetku preučevanega obdobja imeli »vrstično« oceno, na koncu preučevanega obdobja pa »stolpično« oceno ali status neplačnika. Matrika torej meri verjetnost, da bo izdajatelj deležen spremembe bonitetne ocene oziroma spremembe iz ocene v vrstici v oceno v stolpcu. Vrednosti na diagonali so največje in ponazarjajo verjetnost, da bo posamezen izdajatelj ohranil obstoječo oceno v preučevanem obdobju, medtem ko so vrednosti zunaj diagonale bistveno manjše in kažejo verjetnost, da se ocena posameznega izdajatelja v preučevanem obdobju izboljša (levo od diagonale) oziroma poslabša (desno od diagonale). V našem primeru je tako recimo 91,62 % izdajateljev ocenjenih z Aa obdržalo to oceno tudi na koncu preučevanega leta, 1,29 % izdajateljev z oceno Aa je bilo deležnih povišanja ocene v Aaa, 6,11 % izdajateljem pa se je ocena v preučevanem letu znižala iz Aa v A. Glede na visoke vrednosti v diagonali je moč sklepati, da so bonitetne ocene agencije (vsaj kratkoročno) stabilne in posledično zanesljive, saj je v preučevanem obdobju velika večina izdajateljev zadržala obstoječo oceno. Na drugi strani pa

so spremembe ocen v taistem obdobju bile redke, saj je malo verjetno, da se v tako kratkem obdobju bistveno spremeni kreditna kvaliteta posameznega izdajatelja. Razumljivo se s podaljševanjem preučevanega obdobja vrednosti v diagonali zmanjšujejo, vrednosti izven diagonale pa povečujejo (Moody's Investors Service Global Credit Research, 1997b, str. 7-8).

Kljub navedenemu pa se je v zadnjem obdobju zaupanje investicijske javnosti in regulatorjev v bonitetne agencije malce omajalo, saj se je pripetilo kar nekaj dogodkov, ki so vzbudili dvom o verodostojnosti njihovega delovanja. Kredibilnost agencij in njihovih ocen je bila načeta v 90-ih letih predhodnega stoletja, ko agencije niso izpolnile svojega temeljnega poslanstva, t.j. zagotavljanje pravočasnih informacij investitorjem in opozarjanje na morebitne nevarnosti. Agencije se namreč na mehiško (v letih 1994-1995) in azijsko (v letih 1997-1999) krizo niso pravočasno odzvale s spremenjenimi ocenami držav prejemnic kapitala, temveč se je njihova vloga odrazila le v naknadnih korekcijah ocen. S spremembami ocen držav po izbruhu finančnih kriz pa so dejansko delovale prociklično, saj so z nespremenjenimi ocenami spodbujale pritok kapitala vse do zadnjega trenutka, nato pa z naglim znižanjem ocen le še prispevale k že tako paničnemu begu tujih investitorjev iz držav (Mrak, 2002, str. 325).

Dodaten dvom o verodostojnosti bonitetnih agencij je spodbudila njihova nepravočasna reakcija na hude finančne probleme največjega ameriškega energetskega podjetja Enron v letu 2001. Medtem ko se je na kapitalskem trgu z obveznicami energetskega giganta že nekaj časa, kot odraz nezaupanja vlagateljev v njihove dolžniške vrednostne papirje, trgovalo po ceni na ravni visoko tveganih obveznic (angl. *junk bonds*), so Enronove obveznice še vedno bile deležne najvišje možne dolgoročne kreditne bonitetne ocene izdaje (AAA oziroma Aaa).³ Zavoljo dolgoročnega vidika pri ocenjevanju varnosti naložbe v obveznice so agencije namreč zanemarile aktualne razmere na finančnih trgih. Posledično ocena obveznic ni vsebovala tekočih finančnih dogajanj, zakasnelemu znižanju ocene na raven tveganih naložb⁴ pa je sledil stečaj podjetja.

Enega od ključnih problemov dosedanjega delovanja bonitetnih agencij zagotovo predstavlja konflikt interesov pri vrednotenju izdajatelja oziroma njegovih finančnih instrumentov. Agencije namreč delujejo po t.i. načelu »izdajatelj plača«. Po splošno sprejetem mnenju je ravno dobičkonosno motivirano nasprotje interesov pri ocenjevanju izdajatelja (agencija dodeli oceno svoji stranki, ki za opravljeno storitev agenciji tudi plača) oziroma kompleksnih finančnih instrumentov (agencija sprva svetuje izdajatelju pri strukturi instrumenta, nato pa taisti instrument tudi oceni) eden od zelo pomembnih razlogov za razvoj in izbruh sedanje finančne krize, ki je le še nadalje poglobila nezaupanje vlagateljev v delovanje agencij (Mrak, 2008b, str. 5).

³ Dolgoročna kreditna bonitetna ocena izdaje je obravnavana v poglavju 1.4.1.

⁴ Lestvica dolgoročne kreditne bonitetne ocene izdajatelja oziroma izdaje je predstavljena v poglavju 1.4.1.

Zavoljo vsega navedenega so se v finančni javnosti pojavile kritike glede regulacije oziroma nadzora nad delovanjem agencij, saj so te edine udeleženke na finančnih trgih, ki niso deležne pravega nadzora. Glede na to, da so bonitetne agencije mednarodne korporacije, katerih mnenje oziroma ocena vpliva na gibanje cen vrednostnih papirjev in posledično tudi na obstoj posameznega podjetja, je nadzor nad njihovim delovanjem s strani regulatornih organov potreben in nujen. Če pa vzamemo v obzir še k dobičku usmerjeno naravnost agencij ter nasprotje interesov, do katerega pride zaradi prakse plačila storitev s strani izdajatelja in ne investitorja, potem je zahteva po nadzoru njihovega dela še toliko bolj utemeljena in na mestu. Ameriška Komisija za trg vrednostnih papirjev se je že lotila dela, saj preverja ustreznost politik in metodologij ocenjevanja agencij, z uvedbo kontrol, strožjih zahtev in bolj konkurenčnih pogojev pa naj bi zagotovila večjo kakovost bonitetnih storitev ter posledično agencijam vrnila izgubljeni ugled. Na tem mestu je smotno omeniti pomembno razliko med ZDA in EU glede pojmovanja regulacije agencij. Slednja se namreč zavzema za bolj neposreden nadzor nad njihovim delovanjem, bolj naklonjena pa je tudi globalnemu urejanju delovanja agencij. Hkrati pa tudi agencije same napovedujejo agresivnejšo in fleksibilnejšo politiko ocenjevanja izdajateljev oziroma izdaj, kar naj bi med drugim pripomoglo k večji usklajenosti ocen s tržnimi predvidevanji in k manjšemu odstopanju ocen med agencijami.

Četudi se je zaupanje v agencije nekoliko zmanjšalo, njihova vloga na finančnih trgih ostaja nenadomestljiva, saj predstavljajo pomemben vir informacij o varnosti naložbe v posamezne finančne instrumente. Po drugi strani pa je meja med vlogo agencije kot aktivne udeleženke na finančnih trgih in vlogo pasivne poročevalke dogajanj dokaj zabrisana. Prenaglo ukrepanje ali večstopenjsko znižanje ocene lahko namreč preusmeri tokove kapitala ali celo pospeši stečaj družbe. Obenem pa so agencije ob premišljenem in previdnem ravnanju, ki ne sovпада s tekočim tržnim dogajanjem, deležne očitkov, da neučinkovito analizirajo razpoložljive podatke in zainteresirani javnosti ne posredujejo pravočasno finančnih informacij (Kovač, 2006, str. 64).

Ironično je, da so bonitetne agencije po eni strani deležne številnih kritik v javnosti zaradi pomanjkljivega nadzora regulatornih organov nad njihovim delovanjem, po drugi strani pa igrajo pomembno vlogo v finančnem svetu tudi na področju finančne regulacije in nadzora nad poslovanjem z vrednostnimi papirji ter bančnim poslovanjem. Njihova tovrstna vloga je najbolj opazna na ameriškem trgu, kjer je centralna banka (angl. *Federal Reserve System* ali *FED*) že leta 1931 zakonsko uvedla minimalno višino bonitetne ocene za naložbe bank v obveznice, leta 1936 pa celo prepovedala bančne nakupe vrednostnih papirjev iz skupine tveganih oziroma špekulativnih naložb. Kot že omenjeno, ključni dogodek za razvoj agencij predstavlja leto 1975, ko je ameriška Komisija za trg vrednostnih papirjev na osnovi določenih meril izbrala zgolj tri agencije, imenovane *NSRO* agencije, katerih ocene so bile uradno priznane in dovoljene za potrebe nadzora oziroma regulacije ameriškega trga vrednostnih papirjev. Tudi drugod po svetu je uporaba bonitetnih ocen za namene bančnega nadzora dokaj običajna praksa, saj velika večina držav, predvsem razvitih, uporablja ocene v kontrolnih mehanizmih bank. Večina med njimi uporablja ocene le za izračun kapitala,

potrebnega za specifična obrestna tveganja finančnih instrumentov,⁵ nekatere države pa jih uporabljajo kar za celotno kontrolo poslovanja bank (npr. Anglija, Argentina, Avstralija, Belgija, Hong Kong, Švica, ZDA). Za regulatorne namene so ocene največjih treh bonitetnih agencij, t.j. Standard & Poor's, Moody's in Fitch, priznane skorajda v vseh državah (Estrella, 2000, str. 41-44).

Bonitetna ocena kot temeljni produkt bonitetnih agencij predstavlja »osebno izkaznico« posamezne družbe ali njene izdaje ter je zelo pomemben dejavnik podpore v procesu investicijskega odločanja, saj omogoča lažje, hitreje in cenejše pridobivanje oziroma nalaganje finančnih sredstev, hkrati pa povečuje transparentnost in učinkovitost finančnih trgov tako za izdajatelje kot tudi za vlagatelje. Bonitetna ocena izdajatelja temelji na plačilni sposobnosti družbe in vpliva na tržno ceno delnice družbe, medtem ko je ocena izdaje odvisna od strukture in lastnosti zadevnega dolžniškega finančnega instrumenta. Bonitetna ocena ne nadomešča funkcije revizije ali verifikacije izdajateljevih finančnih izkazov, temveč predstavlja splošno mnenje agencije, ki jo le-ta posreduje zainteresirani finančni javnosti. Mnenje temelji na notranjih procesih agencije, kar pomeni, da agencija ne prevzame popolne odgovornosti za potencialne posledice dodeljene bonitetne ocene. Agencija tvega le zmanjšanje oziroma izgubo ugleda zaradi morebitne napačne presoje in posledično dodeljene neprimerne ocene. Do tega trenutka so se namreč bonitetne agencije uspešno obvarovale pred sodnimi tožbami in še niso bile pravno odgovorne za posledice dodeljenih ocen, pri čemer so v svojo obrambo zatrjevale, da so v osnovi specializirane finančne novinarske hiše, ki objavljajo zgolj svoja mnenja o posameznih izdajateljih oziroma izdajah.

Na tem mestu naj omenim, da se v finančni stroki že dlje časa krešejo mnenja, ali je bonitetna ocena poročilo o preteklih dogajanjih ali sprožilec prihodnjih dogajanj na finančnih trgih. Ne glede na omenjeno pa bonitetna ocena prinaša pomembne koristi za izdajatelje in investitorje.

Temeljne prednosti dodeljenih bonitetnih ocen za izdajatelje v okviru procesa pridobivanja finančnih sredstev so naslednje (Moody's Investors Service Global Credit Research, 1997a, str. 1-3; Mrak, 2008a, str. 31):

- **Boljši dostop do finančnih sredstev.**

Bonitetna ocena je z vidika izdajateljev primarno predvsem sredstvo za dostop do kapitala pod boljšimi pogoji glede cene, ročnosti in obsega tako izdaje dolžniških finančnih instrumentov kot ponudbe potencialnih posojilodajalcev. Visoka bonitetna ocena namreč dandanes omogoča slehernemu izdajatelju vstop na mednarodne finančne trge, četudi vlagatelji niso seznanjeni z njegovim jezikom, ekonomsko kulturo, poslovno etiko, računovodskimi standardi, zakonodajo itd.⁶

⁵ Direktiva EU glede kapitalske ustreznosti kreditnih institucij in investicijskih družb (angl. *Capital Adequacy Directive* ali *CAD*) določa, da mora biti vrednostni papir, ki je vsebovan v portfelju entitete, ocenjen najmanj z minimalno netvegano stopnjo ocene s strani vsaj dveh agencij, priznanih pri domicilnih regulatornih organih.

⁶ V praksi velja nenapisano pravilo, da izdajatelj na mednarodnih finančnih trgih ne more izdati dolžniškega finančnega instrumenta in dostopati do kapitala brez bonitetne ocene vsaj ene izmed »velikih treh« agencij.

- **Finančna fleksibilnost.**

Predhodno navedeni boljši dostop do mednarodnih finančnih trgov oziroma kapitala omogoča izdajatelju večjo prilagodljivost, frekvenco in ekonomičnost pri pridobivanju finančnih sredstev.

- **Večji tržni ugled.**

Za izdajatelja dolžniškega finančnega instrumenta bonitetna ocena predstavlja strokovno in neodvisno potrditev njegove plačilne sposobnosti, s čimer izdajatelj izboljša svoj ugled in sloves na trgu ter se razloči od svoje konkurence.

Ključne prednosti uporabe bonitetnih ocen za obstoječe in potencialne investitorje v okviru procesa nalaganja finančnih sredstev pa so sledeče (Moody's Investors Service Global Credit Research, 1997a, str. 3-6):

- **Merilo za naložbe.**

Investitorji lahko bonitetno oceno uporabijo kot kriterij za postavitev meje še sprejemljivega tveganja svojih naložb. Posledično portfelj posameznega investitorja ne sme vsebovati finančnih instrumentov, ki so ocenjeni z nižjo oceno od določene »mejne« ocene.

- **Manjša negotovost.**

Bonitetna ocena oziroma objektivno in neodvisno mnenje bonitetne agencije o izdajatelju ali izdaji zmanjšuje negotovost na finančnih trgih, kar v obliki »verižne reakcije« pozitivno učinkuje na finančne trge. Manjša negotovost namreč povečuje zaupanje investitorjev, to pa nadalje spodbuja rast finančnih trgov, kar se v končni fazi odrazi v večji učinkovitosti in likvidnosti trgov.

- **Večji investicijski nabor.**

Vlagatelji imajo dostop do široke baze mednarodno primerljivih bonitetnih ocen, zaradi česar imajo odprte možnosti za investiranje v ogromno različnih segmentov finančnih instrumentov. Na ta način uporaba bonitetnih ocen posredno pozitivno vpliva na mednarodne naložbe in diverzifikacijo portfelja posameznega vlagatelja.

- **Dejavnik določitve zahtevane stopnje donosnosti.**

V najbolj razvitih ekonomijah se bonitetna ocena uporablja tudi kot eden od elementov pri določanju zahtevane stopnje donosnosti glede na določeno izpostavljenost tveganju.

1.3 Značilnosti trga

Danes deluje na finančnih trgih okoli 150 bonitetnih agencij, njihovo število pa naj bi še naraščalo, predvsem na manj razvitih oziroma razvijajočih se trgih. Med agencijami obstajajo velike razlike glede njihove velikosti, merjene s številom zaposlenih oziroma dodeljenih ocen. Obseg obeh elementov je odvisen predvsem od tega, ali je ocena dodeljena na podlagi

intenzivnega analitičnega pristopa ali pa proces dodelitve temelji na statističnih modelih. Prvi pristop zaradi velikih potreb po delovni sili zagotavlja dodelitev zgolj omejenega števila ocen, medtem ko drugi pristop zavoljo uporabe statističnih modelov in manjših zahtev po izučenih analitikih omogoča popolno pokritost določenega trga. Oba omenjena pristopa pa izpolnjujeta kriterij objektivnosti ter omogočata ažuren pregled in odzivnost na spremenjene finančne razmere (Estrella, 2000, str. 14-15).

Osnovna razdelitev bonitetnih agencij je vezana na geografsko usmerjenost njihovega delovanja, pri čemer razlikujemo med tremi vrstami agencij (Estrella, 2000, str. 15):

- **nacionalne,**
- **regijske,**
- **globalne.**

Nekatere agencije, predvsem tiste s sedežem v ZDA, si prizadevajo delovati globalno, medtem ko nekatere druge skušajo najti tržno nišo, bodisi v smislu sektorske bodisi v smislu geografske specializiranosti. Agencije, ki uporabljajo statistične modele in so specializirane zgolj za določeno državo, so značilne predvsem za Švedsko. Tipičen primer agencije, ki je regijsko usmerjena in specializirana za razvijajoče se trge, pa predstavlja obravnavana agencija Capital Intelligence.

Večina agencij za klasifikacijo najpomembnejše bonitetne ocene, t.j. dolgoročna kreditna bonitetna ocena izdaje oziroma izdajatelja,⁷ uporablja abecedno taksonomijo, s čimer se agencije verjetno skušajo izogniti povezavi s kardinalnostjo, ki bi jo morda povzročila številčna skala.

Kot že omenjeno, bonitetne agencije so dobičkonosno usmerjene družbe, ki v odvisnosti od opravljene storitve razlikujejo med dvema vrstama plačil. Stranka lahko bodisi dostopa do raznovrstnih podatkov in poročil o različnih izdajateljih in njihovih izdajah proti plačilu za dostop do podatkovne baze bodisi naroči izdelavo analize in posledično dodelitev ocene proti plačilu za naročilo ocene.

Trg bonitetnih agencij je skozi čas doživljal spremembe na mnogih področjih, med drugim tudi na področju strukture trga glede na gospodarsko panogo naročnika ocene. Medtem ko so v 20-ih letih prejšnjega stoletja glavnino naročnikov ocen predstavljala transportna (predvsem železnice) in javna podjetja, pa so danes najštevilnejši naročniki ocen industrijska podjetja, banke in ostale finančne institucije (Moody's Investors Service Global Credit Research, 1997b, str. 5).⁸

⁷ Dolgoročna kreditna bonitetna ocena izdaje oziroma izdajatelja je obravnavana v poglavju 1.4.1.

⁸ Leta 1997 je bila struktura naročnikov ocen glede na gospodarsko panogo pri bonitetni agenciji Moody's sledeča: industrijska podjetja (44 %), banke in ostale finančne institucije (35 %), javna podjetja (15 %), transportna podjetja (4 %) in ostalo (2 %) (Moody's Investors Service Global Credit Research, 1997b, str. 5).

Prav tako se je sčasoma spremenila tudi struktura trga glede na geografski izvor naročnika ocene. Še leta 1998 so namreč med naročniki ocen močno prevladovalе družbe s sedežem v ZDA, sledile pa so jim družbe iz Velike Britanije, Japonske in Kanade (Estrella, 2000, str. 138).⁹ V zadnjih letih pa čedalje več naročil za dodelitev ocene prihaja iz držav EU, predvsem iz Velike Britanije, in razvijajočih se držav.

1.4 Vrste bonitetnih ocen

Praviloma bonitetne agencije razlikujejo med tremi vrstami bonitetnih ocen (angl. *rating*):

- **kreditna bonitetna ocena** (angl. *credit rating*),
- **nekreditna bonitetna ocena** (angl. *non-credit rating*),
- **ostale bonitetne ocene** (angl. *other ratings*).

Med navedenimi ocenami je najpomembnejša kreditna bonitetna ocena, ki jo poznamo tudi pod imenom bonitetna ocena kreditnega tveganja oziroma bonitetna ocena plačilne sposobnosti. Tovrstna ocena predstavlja mnenje bonitetne agencije o kreditnem tveganju določenega izdanega dolga ali izdajatelja kot celote. Povedano drugače, kreditna bonitetna ocena odraža mnenje agencije o plačilni sposobnosti izdajatelja za pravočasno poplačilo določenih finančnih obveznosti ali vseh njegovih finančnih obveznosti. Pri ocenjevanju plačilne sposobnosti izdajatelja za izpolnitev točno določenih finančnih obveznosti govorimo o kreditni bonitetni oceni izdaje, medtem ko pri ocenjevanju splošne plačilne sposobnosti izdajatelja mislimo na kreditno bonitetno oceno izdajatelja. Razlikujemo med kratkoročno in dolgoročno kreditno bonitetno oceno izdaje oziroma izdajatelja, pri čemer mejo predstavlja eno leto. Dolgoročna ocena je najpomembnejša in najbolj uporabna bonitetna ocena posamezne agencije, saj je primerljiva tako mednarodno kakor tudi z ocenami drugih bonitetnih agencij, medtem ko je kratkoročna ocena primerljiva zgolj mednarodno.

Poleg ključne kreditne bonitetne ocene so agencije v svoji stoletni zgodovini poslovanja postopoma razvile še dodatne instrumente za ocenjevanje kakovosti naložbe v določeno izdajo oziroma izdajatelja. Poznamo namreč tudi nekreditne bonitetne ocene (npr. bonitetna ocena kvalitete vodstva, bonitetna ocena kvalitete storitve, bonitetna ocena tržnih tveganj, bonitetna ocena kvalitete portfelja investicij itd.) in ostale bonitetne ocene (npr. bonitetna ocena prihodnjih izgledov, bonitetna ocena podpore, bonitetna ocena finančne moči, pogojna bonitetna ocena, začasna bonitetna ocena, ocenjena bonitetna ocena, interna bonitetna ocena itd.). Navedene ocene posamezne agencije so sicer mednarodno primerljive, a žal neprimerljive z ocenami drugih agencij. Zavaljo različnih lestvic ocen, definicij in metodologij ocenjevanja so namreč tovrstne ocene nestandardizirane in posledično neprimerljive med agencijami.

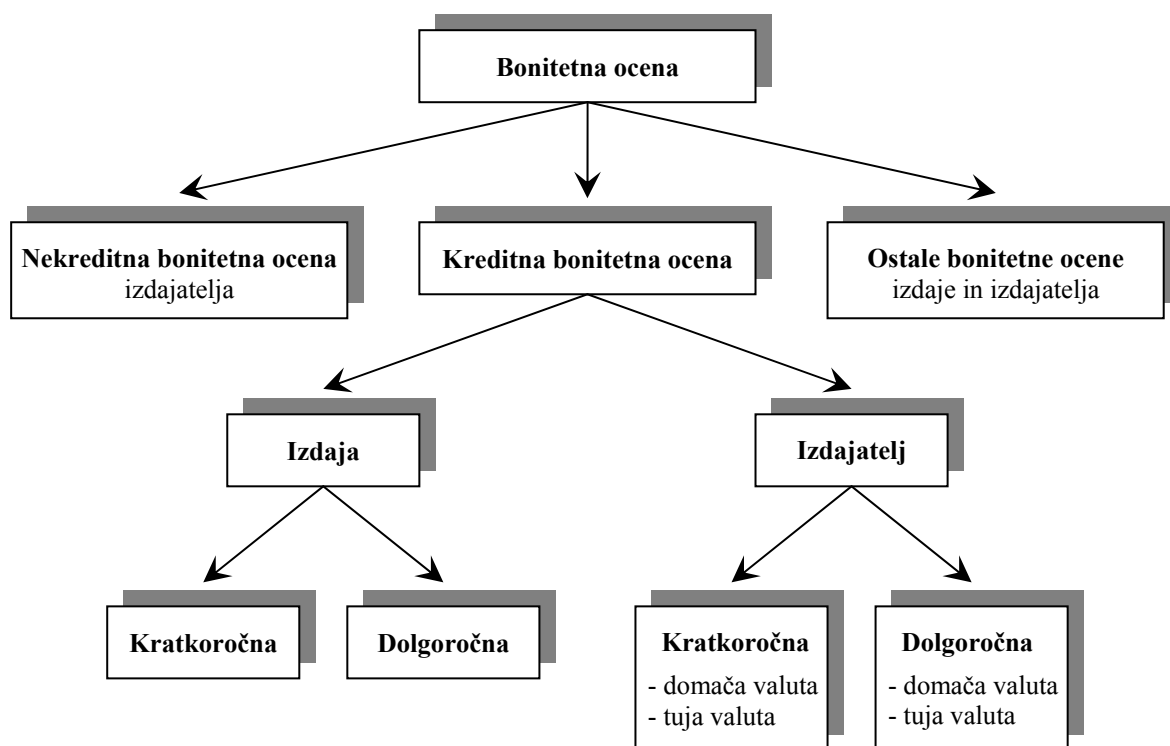
⁹ Leta 1998 je bila struktura naročnikov ocen glede na geografski izvor pri bonitetni agenciji Moody's sledeča: ZDA (62 %), Velika Britanija in Japonska (6 %) ter Kanada (4 %) (Estrella, 2000, str. 138).

Z vidika (ne)plačljivosti bonitetnih ocen razlikujemo med prostovoljnimi (neplačljivimi) ocenami oziroma ocenami brez naročila stranke (angl. *unsolicited*) ter plačljivimi ocenami oziroma ocenami z naročilom stranke (angl. *solicited*). V odvisnosti od vrste ocene je tudi vir podatkov za pripravo analize lahko bodisi javni bodisi notranji. V primeru plačljive ocene analiza temelji predvsem na informacijah, pridobljenih s poglobljenim obiskom pri stranki oziroma medsebojnim sodelovanjem, medtem ko v primeru prostovoljnega ocenjevanja analiza temelji zgolj na javno dostopnih informacijah (letno poročilo, kvartalna poročila, spletne strani družbe itd.). Prostovoljni oziroma neplačljivi oceni agencije praviloma dodajo oznako »pi« (angl. *public information*).

Ključni element kvalitete delovanja bonitetnih agencij je neodvisnost njihovih ocen. Mnenja oziroma bonitetne ocene agencij so namreč neodvisne od vlade in ostalih udeležencev na finančnih trgih. Poleg načela neodvisnosti agencije pri svojem delovanju z namenom večje kvalitete dodeljenih ocen upoštevajo tudi načela objektivnosti, kredibilnosti in odkritosti.

Za lažjo predstavitev in boljše razumevanje uporabljene terminologije je bralcu v pomoč sledeča grafična ponazoritev različnih vrst bonitetnih ocen.

Slika 1: Razčlenitev bonitetne ocene



Vir: Lastni prikaz.

Pri ocenjevanju izdajatelja oziroma izdaje se posamezni izdaji dodeli le kreditna bonitetna ocena in ostale bonitetne ocene, medtem ko so izdajatelji deležni vseh treh bonitetnih ocen. Vendar je na tem mestu potrebno omeniti, da vse agencije dodeljujejo izdajateljem le kreditno

bonitetno oceno in ostale bonitetne ocene, medtem ko je dodeljena nekreditna bonitetna ocena prej izjema kot pravilo, saj imajo le-to v naboru svojih bonitetnih ocen le redke bonitetne agencije.¹⁰

V okviru bonitetne ocene izdajatelja se v finančni javnosti termin bonitetna ocena pogosto enači oziroma zamenjuje s terminom dolgoročna kreditna bonitetna ocena izdajatelja. Slednja je sicer ključna bonitetna ocena entitete, po drugi strani pa le ena izmed bonitetnih ocen, ki jih izdajateljem dodeljujejo bonitetne agencije. Bonitetna ocena je namreč le skupen izraz za vse vrste bonitetnih ocen, ki jih izdajateljem dodeljujejo bonitetne agencije, pri čemer ima najpomembnejšo vlogo dolgoročna kreditna bonitetna ocena izdajatelja. Povedano drugače, bonitetna ocena sama po sebi nima vrednosti, temveč je zgolj »nadopomenka« za različne bonitetne ocene posamezne agencije. Podobno velja tudi za bonitetno oceno izdanega dolga, kjer je relevantna predvsem dolgoročna kreditna bonitetna ocena izdaje.

Nadalje, nekatere agencije ocenjujejo plačilno sposobnost izdajatelja tako v domači kot tudi tuji valuti ter posledično dodeljujejo kreditno bonitetno oceno v domači in tuji valuti. Obe oceni sta sicer mednarodno primerljivi in praviloma tudi enaki, a je ocena v tuji valuti zaradi upoštevanja vseh dejavnikov, ki potencialno vplivajo na verjetnost poravnave obveznosti entitete, bolj relevantna in uporabna. Pri omembi besedne zveze bonitetna ocena torej praviloma mislimo na izdajateljevo dolgoročno kreditno bonitetno oceno v tuji valuti.

Zaradi vsega omenjenega in večje transparentnosti bom v nadaljevanju termin bonitetna ocena uporabljal kot sinonim za skupek vseh dodeljenih bonitetnih ocen posameznega izdajatelja oziroma izdaje, v primeru konkretne bonitetne ocene izdajatelja oziroma izdaje pa bo le-ta navedena. Podobno bom izraz kreditna bonitetna ocena uporabljal kot sopomenko za skupek vseh kreditnih bonitetnih ocen posameznega izdajatelja oziroma izdaje, v primeru točno določene kreditne bonitetne ocene izdajatelja oziroma izdaje pa bom le-to poimenoval.

1.4.1 Dolgoročna kreditna bonitetna ocena

Kot že omenjeno, je najpomembnejša ocena bonitetnih agencij dolgoročna kreditna bonitetna ocena izdaje oziroma izdajatelja, ki odraža mnenje agencije o tveganju neporavnave le določene ali vseh finančnih obveznosti posameznega izdajatelja. V nadaljevanju prikazujem primerjalno lestvico tovrstne ocene za največje bonitetne agencije.

¹⁰ Obravnavana agencija Capital Intelligence ponuja izdajateljem le kreditno in ostale bonitetne ocene.

Slika 2: Primerjalna lestvica dolgoročne kreditne bonitetne ocene najpomembnejših bonitetnih agencij¹¹

	Fitch Standard & Poor's Capital Intelligence (izdaja)	Capital Intelligence (izdajatelj)	Moody's
Ocene investicijske stopnje	AAA AA+ AA AA- A+ A A- BBB+ BBB BBB-	AAA AA+ AA AA- A+ A A- BBB+ BBB BBB-	Aaa Aa1 Aa2 Aa3 A1 A2 A3 Baa1 Baa2 Baa3
Ocene neinvesticijske ali špekulativne stopnje	BB+ BB BB- B+ B B- CCC+ CCC CCC- CC C D	BB+ BB BB- B+ B B- C+ C C- RS SD D	Ba1 Ba2 Ba3 B1 B2 B3 Caa1 Caa2 Caa3 Ca C

Vir: Lastni prikaz.

Dolgoročne kreditne bonitetne ocene so na primerjalni lestvici razporejene od najvišje na vrhu (AAA oziroma Aaa) do najnižje na dnu (D oziroma C), pri čemer najvišja ocena odraža najmanj tvegano, najnižja pa najbolj tvegano naložbo v določeno izdajo oziroma izdajatelja. Med temi ocenami obstaja meja oziroma ločnica, ki ločuje ocene netvegane oziroma investicijske stopnje (angl. *investment grade*) od ocen tvegane oziroma neinvesticijske/špekulativne stopnje (angl. *non-investment/speculative grade*). Ocene oziroma simboli nad ločnico predstavljajo tveganje, sprejemljivo za naložbo, medtem ko ocene oziroma simboli pod ločnico odražajo visoko stopnjo tveganosti ter opozarjajo investitorja na neprimernost naložbe v zadevno izdajo ali izdajatelja.

¹¹ Lestvica dolgoročnih kreditnih bonitetnih ocen agencije Capital Intelligence je podrobneje predstavljena v poglavju 3.1.1.1 (za izdajatelje) oziroma 3.1.2.1 (za izdaje).

Bonitetne agencije uporabljajo mednarodno prepoznavne simbole. Ocene agencije Moody's so sestavljene iz velikih in malih tiskanih črk, pri čemer so ocenam od Aa do Caa dodane še številke 1, 2 in 3, medtem ko so ocene ostalih treh mednarodnih agencij sestavljene le iz velikih tiskanih črk, katerim se v razponu od AA do CCC oziroma C lahko doda še znak + ali -. Številke (1, 2, 3) in znaka (+,-) imajo identično funkcijo, saj odražajo oceno višjega ali nižjega nivoja določene kategorije. Povedano drugače, s številkami in znaki se posamezna izdaja oziroma entiteta oceni z rahlo višjo (npr. A+) oziroma nižjo oceno (npr. A-) kot podobno ocenjene primerljive izdaje oziroma institucije (npr. A).

Na tem mestu je smotno opozoriti na vprašanje popolne primerljivosti bonitetnih ocen različnih agencij. Agencije namreč ponosno poudarjajo, da je njihova ocena edinstvena in neprimerljiva z ocenami drugih agencij zavrlo specifičnosti analiz, metodologij ocenjevanja in definicij. Vendar pa navedeno lahko izniči oziroma zmanjša uporabno vrednost bonitetnih ocen, saj je ravno primerljivost ocen med različnimi agencijami tisti element ocene, ki omogoča prikaz celostne slike o tveganosti naložbe v določeno izdajo oziroma izdajatelja.

2 Predstavitev bonitetne agencije Capital Intelligence

Značilen primer bonitetne agencije, ki je regijsko usmerjena in specializirana za razvijajoče se trge, predstavlja bonitetna agencija Capital Intelligence.

2.1 Osebna izkaznica

Bonitetna agencija Capital Intelligence opravlja kreditne analize in dodeljuje bonitetne ocene od leta 1985 in sedaj ocenjuje že več kot 400 bank, podjetij, nebančnih finančnih institucij in dolžniških finančnih instrumentov v 38 državah.¹² Agencija je sicer v primerjavi z največjimi bonitetnimi agencijami majhna, a specializirana za delovanje na razvijajočih se trgih. Geografsko pokriva Srednji vzhod, mediteransko območje, Srednjo in Vzhodno Evropo, Južno Azijo, Jugovzhodno Azijo, Daljni vzhod ter Severno in Južno Afriko. Sedež družbe je v mestu Limassol na Cipru, svoje analitike ima tudi v Hong Kongu in Indiji, poleg tega pa ima agencija tudi svojo podružnico v Libanonu (Corporate Profile, 2008).

Agencija nudi svojim strankam ažurno, nepristransko in v prihodnost usmerjeno analizo ter na tej osnovi dodeljeno bonitetno oceno bank, podjetij ter finančnih institucij in instrumentov. Stranke oziroma naročniki bonitetnih ocen so predvsem vodilne svetovne komercialne in investicijske banke, investitorji, centralne banke in regulatorji posameznih držav, mednarodne

¹² Agencija pokriva sledeče države: Bahrajn, Ciper, Češka, Egipt, Filipini, Grčija, Hong Kong, Indija, Indonezija, Jemen, Jordanija, Južna Koreja, Južnoafriška republika, Katar, Kitajska, Kuvajt, Latvija, Libanon, Macau, Madžarska, Malezija, Maroko, Oman, Pakistan, Palestina, Poljska, Romunija, Saudska Arabija, Singapur, Slovaška, Slovenija, Šri Lanka, Tajvan, Tajska, Tunizija, Turčija, Vietnam in Združeni arabski emirati.

finančne institucije, lokalne banke in udeleženci bančnih trgov, islamske finančne institucije, izvozne kreditne agencije in vladne agencije.

Kredibilnost ocenjevalnega procesa in bonitetne ocene agencije je podprta z načeli neodvisnosti, objektivnosti in analitične doslednosti. Neodvisnost agencije je zagotovljena z zasebno lastniško strukturo, objektivnost z dodelitvijo bonitetne ocene s strani odbora analitikov in ne zgolj enega analitika, analitična doslednost pa z dokumentiranjem in strogim spremljanjem ocenjevalnega procesa ter s kreditno analizo, ki temelji na podrobni, sektorsko specifični metodologiji.

2.2 Ponudba produktov in storitev

Bonitetna agencija Capital Intelligence si je ustvarila dobro ime in ugled na področju bančnih analiz, sčasoma pa je svoj nabor produktov oziroma storitev razširila tudi z ocenjevanjem kreditnega tveganja podjetij in nebančnih finančnih institucij ter ocenjevanjem obveznic in drugih finančnih dolžniških instrumentov. Poleg omenjenega družba analizira in ocenjuje tudi islamske institucije in njihove dolžniške finančne instrumente, kot zaokrožitev celovitosti ponudbe pa nudi tudi bonitetno oceno države.

V nadaljevanju predstavljam ključne produkte in storitve agencije Capital Intelligence (Products & Services, 2008):

- **Bonitetno poročilo** (angl. *rating report*).

Tovrstno poročilo predstavlja kratko in jedrnato kreditno mnenje agencije o posamezni instituciji. Poročilo vsebuje kreditno in ostale bonitetne ocene entitete, oceno njenih pozitivnih in negativnih dejavnikov, oceno njenih finančnih rezultatov, stanja in izgledov za prihodnost ter povzetek finančne analize. Poleg tega so k poročilu dodane tudi preglednice s ključnimi računovodskimi izkazi (bilanca stanja, izkaz poslovnega izida) in finančnimi kazalniki institucije za zadnja štiri poslovna leta. Kadar se agencija ne sestane z vodstvom institucije niti z njo ne sodeluje za pridobitev potrebnih informacij, takrat tovrstno poročilo temelji le na javno dostopnih informacijah in se objavi kot bonitetna ocenitev (angl. *rating assessment*), pri čemer se uporabi enaka lestvica bonitetnih ocen,¹³ vendar pisana z malimi črkami. Za razliko od ostalih poročil je bonitetno poročilo kratko in strnjeno poročilo agencije o večji instituciji v določeni državi, ki ga agencija naredi in objavi brezplačno bodisi na podlagi obiska pri instituciji ali medsebojnega sodelovanja bodisi na podlagi javno dostopnih informacij. Pri tem se agencija sama in neodvisno odloči, katero institucijo bo ocenila brezplačno, ob predpostavki, da le-ta že ni naročnik njihove bonitetne ocene. Na ta način agencija zagotavlja večjo pokritost ocenjevanja ter posledično večjo mednarodno primerljivost in uporabnost njihovih bonitetnih ocen. Vendar je potrebno omeniti, da je

¹³ Bonitetne ocene in lestvice agencije Capital Intelligence so predstavljene v 3. poglavju.

bonitetna ocena, dodeljena na ta način, praviloma nižja od ocene, ki bi jo institucija prejela na podlagi naročila bonitetne ocene. Zavaljo tega lahko tovrstni produkt oziroma storitev agencije označimo kot sporno, saj posredno ustvarja pritisk na institucijo za naročilo plačljive bonitetne ocene pri agenciji.

- **Bonitetno poročilo o banki** (angl. *bank rating report*).

Agencija ponuja podrobno letno kvalitativno in kvantitativno analizo specifične finančne institucije oziroma banke. Kvalitativni vidik analize zajema strukturo in podporo lastnikov, vpliv tržnega okolja, kakovost delovanja regulatornih in nadzornih organov, izkušnje in kakovost vodstva ter strategijo poslovnega razvoja, tovrstne informacije pa služijo kot vsebinski okvir za podrobno finančno analizo, ki se osredotoča predvsem na kvaliteto aktive, likvidnost, kapital in kapitalsko ustreznost ter dobičkonosnost. Bančno poročilo vsebuje kreditno in ostale bonitetne ocene banke, preglednice s ključnimi računovodskimi izkazi (bilanca stanja, izkaz poslovnega izida) in finančnimi kazalniki banke za zadnja štiri poslovna leta ter preglednico ključnih finančnih kazalnikov primerljivih bank (angl. *peer group*) v državi za zadnje poslovno leto.

- **Bonitetno poročilo o bančnem sektorju** (angl. *country banking rating report*).

Zainteresirani javnosti agencija ponuja tudi obširno letno ovrednotenje posameznega nacionalnega bančnega sistema. Tovrstno poročilo vsebuje kreditno in ostale bonitetne ocene bančnega sektorja ter podrobno analizo gospodarskega, političnega in poslovnega okolja v posamezni državi. Nadalje poročilo vsebuje tudi podrobne diskusije o aktualnih nadzornih in regulatornih režimih ter računovodskih standardih v posamezni državi.

- **Bonitetno poročilo o podjetju** (angl. *corporate rating report*).

Poročilo o podjetju vsebuje podrobno analizo finančnega in nefinančnega profila posameznega podjetja, pri čemer je finančna analiza osredotočena predvsem na denarne tokove, strukturo obveznosti in dobičkonosnost podjetja, medtem ko nefinančni del analize pokriva poslovanje, vodstvo, strategijo in izglede družbe za prihodnost ter dinamičnost dotične industrije. Rezultat analize so dodeljene kreditna in ostale bonitetne ocene podjetja, k poročilu pa so dodane še preglednice s ključnimi računovodskimi izkazi (bilanca stanja, izkaz poslovnega izida) in finančnimi kazalniki družbe za zadnja štiri poslovna leta ter preglednica ključnih finančnih kazalnikov primerljivih podjetij v državi za zadnje poslovno leto.¹⁴

- **Bonitetno poročilo o nebančni finančni instituciji**
(angl. *non-bank financial institution rating report*).

Agencija ocenjuje tudi nebančne finančne institucije, katerih analiza je osredotočena na zunanje in notranje dejavnike. Znotraj zunanjih elementov analitiki pregledajo in analizirajo zlasti stabilnost in cikličnost gospodarstva, politično situacijo, razvitost kapitalskega trga in pravnega sistema, vlogo regulatorjev in njihovih predpisov ter hitrost tehnološkega razvoja, medtem ko so v okviru notranjih elementov pozorni predvsem na kvaliteto vodstva, ponudbo

¹⁴ Preglednica s ključnimi finančnimi kazalniki primerljivih družb v državi je vsebovana le ob predpostavki, da se podjetje ukvarja z dejavnostjo, znotraj katere ima (primerljivo) konkurenco.

produktov oziroma storitev, politiko upravljanja s tveganji in finančni profil družbe. Glede na to, da so tovrstne organizacije pogostokrat le del finančne skupine, se preveri tudi odnos med matično družbo in nebančno finančno organizacijo kot članico skupine. Tovrstno poročilo vsebuje kreditno in ostale bonitetne ocene institucije, k poročilu pa so dodane še preglednice s ključnimi računovodskimi izkazi (bilanca stanja, izkaz poslovnega izida) in finančnimi kazalniki družbe za zadnja štiri poslovna leta ter preglednica ključnih finančnih kazalnikov primerljivih institucij v državi za zadnje poslovno leto.

- **Bonitetno poročilo o državi** (angl. *sovereign rating report*).

Poročilo o državi vsebuje ocenitev sposobnosti in pripravljenosti vlade posamezne države za pravočasno izpolnitev njenih obveznosti tako v domači kot tudi tuji valuti. Osrednji del ocenitve predstavlja analiza politične stabilnosti, izgledov gospodarske rasti, trdnosti davčne in denarne politike, dinamičnosti javnega dolga ter sposobnosti države za pridobivanje sredstev iz zunanjih virov. Ključni element poročila so kreditna bonitetna ocena države ali bonitetna ocena deželnega tveganja ter ostale bonitetne ocene države.

- **Bonitetno poročilo o obveznicah, islamski obveznici (sukuk) in ostalih obveznostih** (angl. *bond, islamic bond (sukuk)¹⁵ and other debt rating report*).

Tovrstna poročila zajemajo podrobno kreditno ocenitev in na tej osnovi dodeljeno kreditno in ostale bonitetne ocene posamezne izdaje dolžniškega vrednostnega papirja oziroma instrumenta ter preučitev finančnega in nefinančnega profila izdajatelja.

- **Ažuriranost bonitetne ocene** (angl. *rating update*).

Agencija mesečno objavlja seznam najnovejših oziroma ažuriranih bonitetnih ocen finančnih institucij.

- **Preglednice** (angl. *spreadsheets*).

Agencija v okviru svoje ponudbe nudi naročnikom tudi podatkovne knjižice, ki vsebujejo revidirane finančne podatke zadnjih štirih poslovnih let za vsako ocenjevano banko v posamezni državi. Finančni rezultati so predstavljeni v standardiziranih preglednicah, v katere so vključeni ključni računovodski izkazi (bilanca stanja, izkaz poslovnega izida) ter preko 40 finančnih kazalnikov poslovanja, ki se navezujejo na kvaliteto aktive, kapitalsko ustreznost, likvidnost in dobičkonosnost banke. Poleg navedenega je za vsako državo narejena tudi primerjalna preglednica oziroma preglednica ključnih finančnih kazalnikov poslovanja primerljivih bank v državi za zadnje poslovno leto.

- **Seminar o analizi banke in bonitetni oceni** (angl. *bank analysis and rating seminar*).

Agencija dvakrat letno organizira večdnevni izobraževalni seminar, ki je namenjen globljemu vpogledu in razumevanju analiz, ocenjevalnih tehnik ter metodologij ocenjevanja bank s strani bonitetne agencije Capital Intelligence.

¹⁵ Sukuk je strukturiran islamski finančni instrument, pri katerem se izdajatelj pogodbeno obveže, da bo posameznemu investitorju poleg vloženega zneska izplačeval določen donos, ki je odvisen od donosnosti sredstev, pridobljenih z izdajo tega instrumenta.

3 Vrste in definicije bonitetnih ocen bonitetne agencije Capital Intelligence

Ključni element predhodno omenjenih poročil je kreditno poročilo (angl. *credit report*) in v tem okviru kreditna bonitetna ocena posameznega izdajatelja oziroma izdaje, pri čemer agencija razlikuje med mednarodno in nacionalno kreditno bonitetno oceno, vendar pa agencija poleg navedenega dodeljuje izdajateljem tudi ostale bonitetne ocene.

3.1 Mednarodna kreditna bonitetna ocena

Mednarodna kreditna bonitetna ocena (angl. *international credit rating*) je mednarodno primerljiva ocena, pri čemer agencija razlikuje med kreditno bonitetno oceno izdajatelja in izdaje.¹⁶

3.1.1 Kreditna bonitetna ocena izdajatelja

Kreditna bonitetna ocena izdajatelja (angl. *issuer credit rating*) predstavlja mnenje agencije o plačilni sposobnosti in pripravljenosti entitete za poplačilo njenih finančnih obveznosti ob zapadlosti. Vrste le-teh podajam v nadaljevanju (Rating Coverage, 2008):¹⁷

- **Kreditna bonitetna ocena banke** (angl. *bank credit rating*):
 - dolgoročna in kratkoročna kreditna bonitetna ocena v domači valuti (angl. *long- and short-term local currency credit rating*),
 - dolgoročna in kratkoročna kreditna bonitetna ocena v tuji valuti (angl. *long- and short-term foreign currency credit rating*).
- **Kreditna bonitetna ocena podjetja** (angl. *corporate credit rating*):
 - dolgoročna in kratkoročna kreditna bonitetna ocena v domači valuti,
 - dolgoročna in kratkoročna kreditna bonitetna ocena v tuji valuti.
- **Kreditna bonitetna ocena nebančne finančne institucije** (angl. *non-bank financial institution credit rating*):
 - dolgoročna in kratkoročna kreditna bonitetna ocena v domači valuti,
 - dolgoročna in kratkoročna kreditna bonitetna ocena v tuji valuti.

¹⁶ V nadaljevanju naloge bom s terminom kreditna bonitetna ocena označeval mednarodno kreditno bonitetno oceno, razen če ne bo izrecno navedeno drugače.

¹⁷ V okviru kreditne bonitetne ocene izdajatelja agencija dodeljuje tudi kreditno bonitetno oceno bančnega sektorja (angl. *country banking credit rating*), kljub temu da bančni sistem posamezne države ni izdajatelj dolžniškega vrednostnega papirja ali kakšnega drugega dolžniškega finančnega instrumenta.

- **Kreditna bonitetna ocena države** (angl. *sovereign credit rating*):
 - dolgoročna in kratkoročna kreditna bonitetna ocena v domači valuti,
 - dolgoročna in kratkoročna kreditna bonitetna ocena v tuji valuti.

Kot že omenjeno, kreditna bonitetna ocena izdajatelja predstavlja splošno plačilno sposobnost entitete (banka, podjetje, nebančna finančna institucija, država) in verjetnost pravočasnega poplčila njenih finančnih obveznosti, pri čemer razlikujemo med kreditno bonitetno oceno izdajatelja v tuji in domači valuti.

Ocena v tuji valuti se nanaša na sposobnost in pripravljenost entitete za pravočasno poravnavo njenih finančnih obveznosti, denominiranih v tuji valuti, pri čemer se pri oceni bank, podjetij in nebančnih finančnih institucij vzame v obzir verjetnost vmešavanja države oziroma vladnega omejevanja glede menjave domače valute v tujo ali prenosa tuje valute rezidentom in nerezidentom. Posledično je ocena bank, podjetij in nebančnih finančnih institucij v tuji valuti omejena navzgor oziroma nižja od ocene domicilne države v tuji valuti. Zavrlo omenjene omejitve je ocena nedržavnih izdajateljev v tuji valuti lahko celo nižja od ocene v domači valuti, a v večini primerov sta oceni enaki.

Na drugi strani ocena nedržavnih izdajateljev v domači valuti predstavlja mnenje agencije o sposobnosti in pripravljenosti entitete za poplačilo vseh njenih finančnih obveznosti ob zapadlosti, ne glede na to, v kateri valuti je posamezna obveznost denominirana. Pri tej oceni se potencialne omejitve s strani vlade glede možnosti menjave in prenosa valute ne upoštevajo, zaradi česar je tovrstna ocena lahko tudi višja od ocene v tuji valuti.

Obe omenjeni oceni upoštevata tako gospodarsko, finančno in državno tveganje, ki lahko vpliva na plačilno sposobnost entitete, kakor tudi verjetnost zunanje pomoči oziroma podpore entiteti v primeru finančnih težav. Prav tako sta obe oceni mednarodno primerljivi.

Ocena izdajatelja je lahko bodisi dolgoročna bodisi kratkoročna, pri čemer ločnico med ocenama predstavlja eno leto.

3.1.1.1 Dolgoročna kreditna bonitetna ocena izdajatelja

Sledeča bonitetna lestvica se nanaša tako na dolgoročno kreditno bonitetno oceno izdajatelja v tuji kot tudi domači valuti (Rating Definitions, 2008):

- **Ocena investicijske stopnje:**

AAA Najvišja možna dolgoročna ocena, ki odraža najvišjo kreditno kvaliteto entitete in njeno izredno sposobnost za pravočasno izpolnitev finančnih obveznosti. Pri tem obstaja najmanjša verjetnost, da bi entiteto in posledično njeno sposobnost pravočasne poravnave obveznosti prizadeli kakršnikoli predvidljivi negativni

dejavniki. Tvrstna ocena predstavlja odlično finančno stanje entitete in njene zelo pozitivne nefinančne elemente.

- AA Ocena je odraz zelo visoke kreditne kvalitete institucije in njene zelo velike zmožnosti za poravnavo finančnih obveznosti ob zapadlosti, pri čemer obstaja zelo majhna verjetnost nastanka težav pri poplačilu obveznosti na dolgi rok, medtem ko v okviru kratkoročnega in srednjeročnega obdobja pravočasna izpolnitev obveznosti ni vprašljiva. Morebitne neugodne spremembe v poslovnem, gospodarskem in finančnem okolju bi malo verjetno prizadele entiteto s tovrstno oceno.
- A Ocena predstavlja visoko kreditno kvaliteto izdajatelja in njegovo veliko zmožnost za pravočasno poplačilo finančnih obveznosti. Izdajatelj, kateremu je dodeljena tovrstna ocena, poseduje veliko dobrih kreditnih lastnosti, vendar je lahko rahlo občutljiv na neugodne spremembe v poslovnem, gospodarskem in finančnem okolju.
- BBB Ocena odraža dobro kreditno kvaliteto institucije in njeno zadovoljivo sposobnost za izpolnitev finančnih obveznosti ob zapadlosti. Nadalje je ocena odraz sprejemljivih kreditnih karakteristik entitete, pri čemer je institucija nekoliko občutljiva na negativne poslovne, gospodarske in finančne spremembe. Tvrstna ocena predstavlja srednjo stopnjo kvalitete kreditnih lastnosti entitete in najnižjo možno oceno investicijske stopnje.

- **Ocena neinvesticijske/špekulativne stopnje:**

- BB Najvišja možna dolgoročna ocena neinvesticijske oziroma špekulativne stopnje, ki odraža nezanesljivo kreditno kvaliteto entitete. Sposobnost institucije za pravočasno poplačilo finančnih obveznosti je občutljiva na neugodne spremembe notranjega ali zunanjega okolja, finančni in/ali nefinančni dejavniki pa ne zagotavljajo zadostne varnosti za potencialne vlagatelje. Posledično obstaja verjetnost investicijskega tveganja.
- B Ocena predstavlja precejšnje kreditno tveganje za potencialne investitorje. Zmožnost entitete za pravočasno izpolnitev finančnih obveznosti je zelo občutljiva na negativne spremembe v notranjem ali zunanjem okolju, finančni in/ali nefinančni dejavniki pa nudijo nizko varnost morebitnim vlagateljem. Zaradi vsega navedenega obstaja velika verjetnost investicijskega tveganja.
- C Tvrstna ocena je odraz velikega kreditnega tveganja za potencialne investitorje in velike verjetnosti propada izdajatelja. Obstaja precejšnja negotovost glede poplačila njegovih finančnih obveznosti ob zapadlosti, finančni in/ali nefinančni dejavniki pa nudijo bore malo varnosti morebitnim investitorjem.

- RS Ocena RS (angl. *regulatory supervision*) se dodeljuje zgolj finančnim institucijam. Dolžnik, kateremu je dodeljena tovrstna ocena, je zaradi slabega finančnega stanja pod budnim nadzorom regulatornih organov oblasti. Verjetnost propada entitete ob odsotnosti nadaljnje eksterne pomoči oziroma podpore je izjemno velika.
- SD Ocena SD (angl. *selective default*) odraža preteklo nezmožnost dolžnika za pravočasno poravnavo ene ali več finančnih obveznosti, vendar pa agencija verjame, da se bo dolžnik izognil propadu in pravočasno poravnal ostale finančne obveznosti.
- D Najnižja možna dolgoročna ocena, ki odraža nezmožnost dolžnika za poravnavo vseh ali skoraj vseh njegovih finančnih obveznosti.

Agencija lahko dolgoročni kreditni bonitetni oceni izdajatelja v tuji oziroma domači valuti, ki se na bonitetni lestvici nahaja od AA do C, doda simbol + ali -, s čimer se posamezna entiteta oceni z rahlo višjo (npr. A+) oziroma nižjo oceno (npr. A-) kot podobno ocenjene primerljive institucije (npr. A).

Na tem mestu je smotrno še enkrat poudariti, da je dolgoročna kreditna bonitetna ocena izdajatelja primerljiva tako mednarodno kot tudi z ocenami drugih bonitetnih agencij. Nadalje, dolgoročna kreditna bonitetna ocena izdajatelja v tuji valuti je najpomembnejša bonitetna ocena agencije, saj zajema vse dejavnike, ki potencialno vplivajo na verjetnost poravnave obveznosti entitete, med drugim tudi njeno notranjo finančno moč, zunanjo podporo, poslovno okolje in tveganja kot rezultat vmešavanja države.¹⁸

3.1.1.2 *Kratkoročna kreditna bonitetna ocena izdajatelja*

V nadaljevanju predstavljam bonitetno lestvico, ki se nanaša tako na kratkoročno kreditno bonitetno oceno izdajatelja v tuji kot tudi domači valuti (Rating Definitions, 2008):

- **Ocena investicijske stopnje:**

- A1 Najvišja možna kratkoročna ocena, ki odraža izvrstno kreditno kvaliteto entitete in njeno izredno sposobnost za pravočasno izpolnitev kratkoročnih finančnih obveznosti. Obstaja najmanjša verjetnost, da bi entiteto in posledično njeno sposobnost pravočasne poravnave obveznosti prizadeli kakršnikoli nepredvidljivi negativni dejavniki. Oceni institucije z izredno močnim kreditnim profilom se doda še simbol +.

¹⁸ Oceni finančne moči in podpore sta obravnavani v poglavju 3.3.1 oziroma 3.3.2.

- A2 Ocena predstavlja zelo veliko zmožnost institucije za pravočasno poravnavo kratkoročnih finančnih obveznosti, vendar je entiteta oziroma njena sposobnost poravnave obveznosti lahko rahlo prizadeta ob nepričakovanih težavah.
- A3 Tovrstna ocena je odraz velike sposobnosti izdajatelja za pravočasno poplačilo kratkoročnih finančnih obveznosti, a je izdajatelj lahko prizadet v primeru nepredvidljivih negativnih sprememb.

- **Ocena neinvesticijske/špekulativne stopnje:**

- B Najvišja možna kratkoročna ocena neinvesticijske oziroma špekulativne stopnje, ki odraža primerno sposobnost entitete za poravnavo kratkoročnih finančnih obveznosti ob zapadlosti, ki pa je lahko močno prizadeta ob nastanku nepričakovanih težav.
- C Ocena predstavlja nezadostno sposobnost institucije za pravočasno izpolnitev kratkoročnih finančnih obveznosti v primeru pojava nepredvidljivih neugodnih elementov.
- RS Ocena RS se dodeljuje le finančnim ustanovam. Izdajatelj s tovrstno oceno je zaradi slabega finančnega stanja pod strogim nadzorom regulatornih organov oblasti. Brez prisotnosti nadaljnje zunanje pomoči oziroma podpore instituciji obstaja izredno velika verjetnost njenega propada.
- SD Ocena SD je odraz pretekle nezmožnosti dolžnika za pravočasno poplačilo ene ali več kratkoročnih finančnih obveznosti, pri čemer pa agencija verjame, da se bo uspešnost poslovanja dolžnika izboljšala ter da bo pravočasno poravnal ostale kratkoročne finančne obveznosti.
- D Najnižja možna kratkoročna ocena, ki odraža nezmožnost dolžnika za poravnavo vseh ali skoraj vseh njegovih kratkoročnih finančnih obveznosti.

Kratkoročna kreditna bonitetna ocena izdajatelja je primerljiva le mednarodno, ne pa tudi z ocenami drugih bonitetnih agencij.

3.1.2 Kreditna bonitetna ocena izdaje

Kreditna bonitetna ocena izdaje (angl. *issue credit rating*) predstavlja mnenje agencije o plačilni sposobnosti in pripravljenosti izdajatelja za poplačilo njegovih finančnih obveznosti, izhajajočih iz določene izdaje obveznice, islamske obveznice ali kakšnega drugega dolžniškega finančnega instrumenta. Ocena izdanega dolga je odvisna od pogojev in lastnosti zadevne finančne obveznosti, pri čemer velja izpostaviti valuto izdaje, kvaliteto kreditne strukture izdajatelja in plačilno sposobnost porokov.

Kvaliteta kreditne strukture izdajatelja oziroma izboljšava le-te lahko pripomore k zmanjšanju pomena tveganj, ki nastanejo zaradi vmešavanja države ter v primeru izdajatelja z zelo močnim samostojnim kreditnim profilom omogoči celo ocenitev izdaje z višjo oceno napram državi. Ocena izdajatelja torej vpliva na oceno izdaje, hkrati pa ocenitev določenega dolga sploh ni izvedljiva brez predhodne ocenitve izdajatelja ocenjevanega dolga.¹⁹

Ocena izdanega dolga je v odvisnosti od roka zapadlosti lahko dolgoročna ali kratkoročna, pri čemer je ločnica med dolgoročno in kratkoročno oceno eno leto.

3.1.2.1 Dolgoročna kreditna bonitetna ocena izdaje

Sledeča bonitetna lestvica se navezuje na dolgoročno kreditno bonitetno oceno obveznice, islamske obveznice ali kakšne druge oblike izdanega dolga (Bonds, Other Debt and Sukuk Ratings, 2008):

- **Ocena investicijske stopnje:**

- AAA Obveznice in finančne obveznosti, ki so ocenjene z najvišjo možno dolgoročno oceno, se smatrajo za najbolj kvalitetne, saj predstavljajo za potencialnega vlagatelja najmanjše investicijsko tveganje. Plačila obresti so zaščitena z izredno stabilno obrestno maržo, prav tako pa je tudi izplačilo glavnice izjemno varno. Obstaja zelo majhna verjetnost nastanka večjih sprememb, nanašajočih se na različne zaščitne elemente, če pa bi do njih prišlo, pa je zelo malo verjetno, da bi oslabile močno osnovno stanje tovrstnih izdaj.
- AA Izdani dolgovi, ki so ocenjeni s tovrstno oceno, so zelo visoke kvalitete po vseh kriterijih. To so visoko ocenjeni instrumenti, ki niso deležni najvišje možne ocene predvsem zato, ker varovalni elementi morebiti niso tako močni, hkrati pa obstaja možnost nekoliko večje fluktuacije obrestne marže. Vsesplošno tveganje za potencialne investitorje v tovrstne instrumente je rahlo večje kot v primeru najvišje ocene.
- A Dolžniški finančni instrumenti, katerim je dodeljena zadevna ocena, vsebujejo veliko pozitivnih naložbenih karakteristik in so kvalificirani kot instrumenti visoke do srednje investicijske kvalitete. Izplačilo glavnice varujejo številni elementi, obenem so tudi plačila obresti zelo varna in zanesljiva, vendar pa je moč opaziti tudi določene dejavnike, ki nakazujejo potencialno poslabšanje v prihodnosti.
- BBB Obveznice in finančne obveznosti, ocenjene s to oceno, se obravnavajo kot instrumenti srednje investicijske kvalitete, saj le-ti niso niti visoko niti nizko

¹⁹ Za povezavo med oceno izdajatelja in oceno izdaje se v strokovni javnosti uporablja termin »notching«.

zavarovani. Varnost plačila obresti in izplačila glavnice sta trenutno ustrezni, vendar so bodisi odsotni določeni zaščitni elementi bodisi so le-ti malce bolj nezanesljivi na dolgi rok. Tovrstne finančne obveznosti ne odražajo zelo močnih naložbenih karakteristik in predstavljajo najnižjo sprejemljivo oceno investicijske stopnje.

- **Ocena neinvesticijske/špekulativne stopnje:**

- BB Dolžniški finančni instrumenti, ki so ocenjeni z najvišjo možno dolgoročno oceno neinvesticijske oziroma špekulativne stopnje, vsebujejo špekulativne karakteristike, hkrati pa obstaja določena stopnja negotovosti glede njihove dolgoročne prihodnosti. Zaščita plačila obresti in izplačila glavnice je praviloma zelo skromna, kar posledično vpliva na nizko varnost tovrstnih instrumentov v ugodnih in neugodnih razmerah v prihodnosti.
- B Obveznice in finančne obveznosti z dodeljeno tovrstno oceno ne posedujejo privlačnih naložbenih karakteristik, saj je gotovost plačevanja obresti in izplačila glavnice ali ohranitev ostalih pogojev pogodbe dolgoročno gledano omejena.
- CCC Izdane finančne obveznosti, ocenjene s to oceno, imajo slab sloves, saj so nagnjene k neizpolnitvi zapadlih obveznosti ob prisotnosti velike negotovosti glede plačevanja obresti in izplačila glavnice.
- CC Dolžniški finančni instrumenti, katerim je dodeljena tovrstna ocena, so zelo špekulativni oziroma nezanesljivi. Le-ti so namreč zelo nagnjeni k neizpolnitvi obveznosti ob zapadlosti oziroma vsebujejo kakšne druge bistvene slabosti.
- C Tovrstne obveznice in finančne obveznosti vsebujejo izredno slabe obete in so izjemno nagnjene k neplačilu zapadlih obveznosti.
- D Obveznosti, izhajajoče iz tako ocenjenih finančnih instrumentov, bodisi niso izpolnjene bodisi niso izpolnjene pravočasno.

Agencija lahko dolgoročni kreditni bonitetni oceni izdaje, ki se na bonitetni lestvici nahaja od AA do CCC, doda simbol + ali -, s čimer naznani, da je sposobnost izdajatelja za pravočasno poplačilo določene obveznosti rahlo višja oziroma nižja kot pri podobno ocenjenih primerljivih izdajah.

3.1.2.2 Kratkoročna kreditna bonitetna ocena izdaje

V nadaljevanju predstavljam bonitetno lestvico, ki se nanaša na kratkoročno kreditno bonitetno oceno obveznice, islamske obveznice ali kakšne druge oblike izdanega dolga (Bonds, Other Debt and Sukuk Ratings, 2008):

- **Ocena investicijske stopnje:**

- A1 Najvišja možna kratkoročna ocena izdaje je odraz dolžniških finančnih instrumentov z največjo zmožnostjo za pravočasno poplačilo kratkoročnih finančnih obveznosti. Takšne izdaje razpolagajo z izredno močnimi varovalnimi elementi, pri čemer so plačila obresti in izplačilo glavnice zaščitena z veliko obrestno maržo. Oceni izdaje z zelo močnim profilom se doda še simbol +.
- A2 Finančni instrumenti, ki so ocenjeni s tovrstno oceno, so kvalificirani kot instrumenti z veliko sposobnostjo poravnave kratkoročnih finančnih obveznosti ob zapadlosti. Zadevna izdaja oziroma izdajatelj poseduje zelo ugodne karakteristike in varovalne faktorje.
- A3 Tovrstna ocena predstavlja obveznice in finančne obveznosti z zadovoljivo sposobnostjo pravočasnega poplačila kratkoročnih finančnih obveznosti ter ustreznimi varovalnimi dejavniki, vendar pa so takšne izdaje občutljive na neugodne spremembe v poslovnem, gospodarskem in finančnem okolju.

- **Ocena neinvesticijske/špekulativne stopnje:**

- B Obveznice in finančne obveznosti, ki so ocenjene z najvišjo možno kratkoročno oceno neinvesticijske oziroma špekulativne stopnje, so instrumenti z nezanesljivo zmožnostjo pravočasne izpolnitve kratkoročnih finančnih obveznosti, saj je le-ta precej občutljiva na neugodne spremembe v poslovnem, gospodarskem in finančnem okolju, hkrati pa tudi varovalni elementi niso močni.
- C Ocena odraža dolžniške finančne instrumente z dvomljivo sposobnostjo glede pravočasne poravnave kratkoročnih finančnih obveznosti, zaradi česar obstaja veliko tveganje neplačila zapadlih obveznosti.
- D Kratkoročne finančne obveznosti, ki izhajajo iz naslova tako ocenjenih finančnih instrumentov, bodisi niso izpolnjene bodisi niso izpolnjene pravočasno.

3.2 Nacionalna kreditna bonitetna ocena

Zavoljo zadovoljitve potreb udeležencev kapitalskih trgov v državah z nizko bonitetno oceno kreditnega tveganja je agencija razvila tudi nacionalne kreditne bonitetne ocene, ki ne omogočajo mednarodne primerljivosti, temveč so značilne in medsebojno primerljive zgolj v okviru posamezne države. Nacionalna kreditna bonitetna ocena (angl. *national credit rating*) podaja mnenje agencije o plačilni sposobnosti in pripravljenosti izdajatelja za pravočasno poplačilo vseh ali točno določene finančne obveznosti glede na vse ostale izdajatelje ali izdaje znotraj posamezne države ter tako za razliko od drugih bonitetnih ocen obravnavane agencije

ni namenjena primerjavi med različnimi državami. Kot že omenjeno, so tovrstne ocene v uporabi le v državah, za katere je značilna nizka kreditna bonitetna ocena in zadostno povpraševanje udeležencev kapitalskih trgov po le-teh.

Nacionalne kreditne bonitetne ocene omogočajo porazdelitev kreditnih bonitetnih ocen izdajateljv ali izdaj v določeni državi po celotni bonitetni lestvici (od AAA do D), s čimer je zagotovljena večja kreditna diferenciacija kot pa bi bila možna po mednarodno primerljivi bonitetni lestvici. Državna specifičnost nacionalnih kreditnih bonitetnih ocen je označena s predpono nr (angl. *national rating*), ki je sestavljena iz prvih dveh črk imena določene države (npr. egA za Egipt ali omA za Oman).

Po metodologiji ocenjevanja in dodeljevanja nacionalnih kreditnih bonitetnih ocen je najmočnejša izdaja oziroma izdajatelj v posamezni državi praviloma ocenjen z nrAAA, vse ostale izdaje oziroma izdajatelji pa so ocenjeni relativno glede na le-tega.

Nacionalna kreditna bonitetna ocena izdajatelja oziroma izdaje je lahko bodisi dolgoročna bodisi kratkoročna, pri čemer ločnico med ocenama predstavlja eno leto.

3.2.1 Dolgoročna nacionalna kreditna bonitetna ocena

Sledeča bonitetna lestvica se nanaša na dolgoročno nacionalno kreditno bonitetno oceno izdajatelja oziroma izdaje (National Ratings, 2008):

- nrAAA Najvišja možna dolgoročna ocena odraža najvišjo kreditno kvaliteto v določeni državi in izjemno sposobnost za pravočasno izpolnitev finančnih obveznosti relativno glede na vse ostale izdajatelje ali izdaje v isti državi.
- nrAA Tovrstna ocena predstavlja zelo visoko kreditno kvaliteto v določeni državi in zelo veliko zmožnost pravočasne poravnave finančnih obveznosti relativno glede na vse ostale izdajatelje ali izdaje v isti državi.
- nrA Takšna ocena je odraz visoke kreditne kvalitete v določeni državi in velike zmožnosti izpolnitve finančnih obveznosti ob zapadlosti relativno glede na vse ostale izdajatelje ali izdaje v isti državi.
- nrBBB Zadevna ocena predstavlja ustrezno kreditno kvaliteto v določeni državi in zadovoljivo sposobnost za poplačilo zapadlih finančnih obveznosti relativno glede na vse ostale izdajatelje ali izdaje v isti državi.
- nrBB Ocena odraža srednje šibko kreditno kvaliteto v določeni državi in omejeno sposobnost pravočasne poravnave finančnih obveznosti relativno glede na vse ostale izdajatelje ali izdaje v isti državi.

- nrB Relevantna ocena je odraz slabe kreditne kvalitete v določeni državi, zaradi česar predstavlja naložba v tako ocenjene izdajatelje oziroma izdaje precejšnje kreditno tveganje za potencialne investitorje relativno glede vse ostale izdajatelje ali izdaje v isti državi.

- nrC Tovrstna ocena odraža zelo šibko kreditno kvaliteto v določeni državi. Posledično je prisotno veliko kreditno tveganje in znatna negotovost glede pravočasne poravnave finančnih obveznosti relativno glede na vse ostale izdajatelje ali izdaje v isti državi.

- nrRS Ocena nrRS (angl. *regulatory supervision*) se dodeljuje le finančnim ustanovam. Izdajatelj s tovrstno oceno je zaradi šibkega finančnega stanja pod budnim nadzorom regulatornih organov oblasti. Brez prisotnosti nadaljnje zunanje pomoči oziroma podpore instituciji obstaja izredno velika verjetnost njenega propada.

- nrSD Ocena nrSD (angl. *selective default*) odraža preteklo nezmožnost dolžnika za pravočasno poplačilo ene ali več finančnih obveznosti, pri čemer pa agencija verjame, da se bo uspešnost poslovanja dolžnika izboljšala ter da bo le-ta pravočasno poravnal ostale finančne obveznosti.

- nrD Najnižja možna dolgoročna ocena, ki odraža trenutno nezmožnost izdajatelja za poravnavo vseh ali le določene finančne obveznosti.

Agencija lahko dolgoročni nacionalni kreditni bonitetni oceni, ki se na bonitetni lestvici nahaja od nrAA do nrC, doda simbol + ali -, s čimer naznani, da je zmožnost izdajatelja za pravočasno poravnavo vseh ali le določene finančne obveznosti rahlo višja oziroma nižja kot pri podobno ocenjenih primerljivih izdajateljih oziroma izdajah.

3.2.2 Kratkoročna nacionalna kreditna bonitetna ocena

V nadaljevanju predstavljam bonitetno lestvico, ki se navezuje na kratkoročno nacionalno kreditno bonitetno oceno izdajatelja oziroma izdaje (National Ratings, 2008):

- nrA1 Najvišja možna kratkoročna ocena odraža največjo sposobnost za pravočasno poplačilo kratkoročnih finančnih obveznosti relativno glede na vse ostale izdajatelje ali izdaje v določeni državi. Oceni izdajatelja oziroma izdaje z zelo močnim kreditnim profilom se doda še simbol +.

- nrA2 Tovrstna ocena predstavlja dobro zmožnost za poravnavo kratkoročnih finančnih obveznosti ob zapadlosti relativno glede na vse ostale izdajatelje ali izdaje v določeni državi.

- nrA3 Takšna ocena je odraz ustrezne sposobnosti glede izpolnitve zapadlih kratkoročnih finančnih obveznosti relativno glede na vse ostale izdajatelje ali izdaje v določeni državi.
- nrB Ocena predstavlja šibko zmožnost za pravočasno poplačilo kratkoročnih finančnih obveznosti relativno glede na vse ostale izdajatelje ali izdaje v določeni državi.
- nrC Zadevna ocena odraža zelo slabo sposobnost glede pravočasne poravnave kratkoročnih finančnih obveznosti relativno glede na vse ostale izdajatelje ali izdaje v določeni državi.
- nrRS Ocena nrRS se dodeljuje le finančnim ustanovam. Dolžnik, kateremu je dodeljena tovrstna ocena, je zaradi slabega finančnega stanja pod strogim nadzorom regulatornih organov oblasti. Brez nadaljnje eksterne pomoči oziroma podpore entiteti obstaja izredno velika verjetnost njenega propada.
- nrSD Ocena nrSD je odraz pretekle nezmožnosti izdajatelja za pravočasno poravnavo ene ali več kratkoročnih finančnih obveznosti, pri čemer pa je agencija prepričana, da se bo dolžnik izognil propadu in pravočasno poravnal ostale kratkoročne finančne obveznosti.
- nrD Najnižja možna kratkoročna ocena, ki odraža nevzdržno stanje izdajatelja in njegovo nezmožnost za poravnavo vseh ali le določene kratkoročne finančne obveznosti brez takojšnje zunanje pomoči.

3.3 Ostale bonitetne ocene

Agencija poleg ključne kreditne bonitetne ocene dodeljuje izdajateljem in izdajam tudi ostale bonitetne ocene (angl. *other ratings*), v okviru katerih bom izpostavil le najpomembnejše.

3.3.1 Bonitetna ocena finančne moči

Bonitetna ocena finančne moči (angl. *financial strength rating*) je specifična ocena, ki je relevantna zgolj za banke, zato bi jo lahko poimenovali tudi bonitetna ocena finančne moči banke (angl. *bank financial strength rating* ali *BFSR*). Le-ta predstavlja mnenje agencije o notranji finančni moči, trdnosti in kreditnem profilu posamezne banke. Tovrstna ocena ne upošteva zunanjih elementov podpore in tveganj, ki nastanejo z vmešavanjem države, temveč vzame v obzir bančno poslovno okolje in znotraj tega gospodarstvo, strukturo, moč in stabilnost finančnega sistema, pravni sistem ter kvaliteto bančne regulacije in nadzora. Potrebno je poudariti, da ocena finančne moči banke ne odraža verjetnosti pravočasne poravnave specifičnih obveznosti, temveč moč banke kot individualne, neodvisne institucije.

Naslednja bonitetna lestvica se nanaša na bonitetno oceno finančne moči banke (Rating Definitions, 2008):

- AAA Najvišja možna ocena finančne moči, ki odraža izredno dobro finančno stanje banke s pozitivnimi finančnimi trendi in precejšnjo močjo na drugih nefinančnih področjih. Nadalje ocena predstavlja izredno privlačno in stabilno poslovno okolje banke.
- AA Ocena je odraz zelo dobrega bančnega finančnega stanja, njene precejšnje moči na drugih nefinančnih področjih in zelo privlačnega in stabilnega bančnega poslovnega okolja.
- A Tovrstna ocena predstavlja močne finančne temelje banke in njene zelo ugodne nefinančne elemente. Poslovno okolje banke je sicer lahko nestabilno, vendar njen tržni položaj in/ali finančna moč le-to več kot odtehtata.
- BBB Ocena odraža v vseh pogledih dokaj stabilno banko, pri čemer so rahle slabosti finančnih in nefinančnih dejavnikov zlahka odpravljive. Banka, kateri je dodeljena tovrstna ocena, je lahko omejena pri svojem delovanju zaradi nestabilnega poslovnega okolja.
- BB Ocena predstavlja banko z omejeno franšizo ter eno ali več močnimi finančnimi šibkostmi, ki lahko povzročijo težave pri njenem poslovanju. Ostali dejavniki morda niso na zadostni ravni, da bi se banka lahko izognila potrebi po začasni zunanji pomoči oziroma podpori v primeru izrednih težav. Obstaja velika verjetnost nestabilnega bančnega poslovnega okolja.
- B Ocena je odraz banke s prisotnimi bistvenimi slabostmi v finančnem stanju ali trendih, ostali dejavniki pa zelo verjetno ne nudijo močne zaščite pred nenadnimi težavami. Posledično bo banki v primeru nastanka nepričakovanih težav zelo verjetno potrebno nuditi zunanjo pomoč oziroma podporo. Nadalje ocena odraža morebitne ovire pri delovanju banke zaradi njenega šibkega tržnega položaja in/ali nestanovitnega bančnega poslovnega okolja.
- C Ocena odraža status banke v zelo slabem finančnem stanju, pri čemer se le-ta spoprijema bodisi z že obstoječimi težavami bodisi z omejeno sposobnostjo za zoperstavitev težavam. Banka z dodeljeno takšno oceno po vsej verjetnosti posluje v nestanovitnem bančnem poslovnem okolju.
- D Najnižja možna ocena finančne moči, ki odraža izjemno slabo finančno stanje banke in njen morebiten nepopravljiv položaj.

Agencija lahko bonitetni oceni finančne moči, ki se na bonitetni lestvici nahaja od AA do C, doda znak + ali -, s čimer se posamezna banka oceni z malce višjo oziroma nižjo oceno kot podobno ocenjene primerljive banke.

3.3.2 Bonitetna ocena podpore

Bonitetna ocena podpore (angl. *support rating*) oziroma pomoči je prav tako kot bonitetna ocena finančne moči specifična ocena, saj je relevantna zgolj za banke. Tovrstna ocena ocenjuje verjetnost, da bo banka v primeru finančnih težav deležna zadostne finančne podpore oziroma pomoči s strani vlade ali zasebnih lastnikov in tako sposobna nadalje pravočasno odplačevati svoje obveznosti. Ocena podpore dopolnjuje oceno finančne moči, ki gledano z drugega zornega kota predstavlja verjetnost propada banke zaradi notranjih finančnih šibkosti in/ali nestabilnega bančnega poslovnega okolja ter posledično verjetnost, da bo banka potrebovala zunanjo podporo za izognitev neporavnave svojih obveznosti. Nobena od navedenih ocen pa ne upošteva tveganj, ki nastanejo z vmešavanjem države, t.j. tveganje prenosa in zamenjave valute. Zavoljo navedenega je izdajateljeva dolgoročna kreditna bonitetna ocena v tuji valuti ključna ocena, saj zgolj ta upošteva vse elemente, ki potencialno vplivajo na verjetnost izpolnitve obveznosti institucije oziroma banke.

Bonitetna ocena podpore temelji na podrobni ocenitvi lastništva banke, njenega tržnega položaja, pomembnosti banke znotraj bančnega sektorja in gospodarstva, delovanja državnih regulatornih in nadzornih organov ter finančnega stanja potencialnih podpornikov. Kljub navedenemu igra pri tovrstni oceni pomembno vlogo subjektivni vidik agencije.

Sledeča bonitetna lestvica se navezuje na bonitetno oceno podpore banke (Rating Definitions, 2008):

- 1 Najvišja ocena podpore odraža izredno veliko verjetnost zunanje podpore banki v primeru nastanka težav. Banka z dodeljeno tovrstno oceno ima praviloma v lastniški strukturi zelo pomemben lastniški delež države in/ali njeno pravno garancijo. Nadalje, banka je lahko z vidika nacionalnega interesa tako zelo pomembna za narodno gospodarstvo posamezne države, da je v primeru nastalih težav državna intervencija oziroma pomoč praktično zagotovljena (*»too big to fail«*). Skratka, sposobnost in pripravljenost potencialnih podpornikov za zagotovitev zadostne in pravočasne pomoči je izjemno velika.
- 2 Ocena je odraz zelo velike verjetnosti zunanje podpore banki ob nastanku težav, pri čemer je zmožnost in pripravljenost morebitnih podpornikov za zagotovitev zadostne in pravočasne podpore zelo velika.

- 3 Ocena predstavlja veliko verjetnost zunanje pomoči banki ob morebitnih težavah, pri čemer obstaja velika sposobnost in pripravljenost potencialnih podpornikov za zagotovitev zadostne in pravočasne podpore.
- 4 Tovrstna ocena odraža zmerno verjetnost zunanje pomoči banki v težkih časih, hkrati pa opozarja na prisotnost določene stopnje negotovosti glede sposobnosti in pripravljenosti potencialnih podpornikov za zagotovitev zadostne in pravočasne pomoči.
- 5 Najnižja ocena podpore predstavlja nizko verjetnost zunanje pomoči banki v primeru nastanka težav ter precejšnjo negotovost glede zmožnosti in pripravljenosti morebitnih podpornikov za zagotovitev zadostne in pravočasne pomoči.

3.3.3 Bonitetna ocena prihodnjih izgledov

Agencija poleg navedenih bonitetnih ocen dodeljuje izdajateljem in izdajam tudi bonitetno oceno prihodnjih izgledov oziroma napoved (angl. *outlook rating*). Omenjena ocena predstavlja mnenje agencije o prihodnjem gibanju posamezne bonitetne ocene in je gledano s tega vidika izvedena ocena, saj se nanaša na neko temeljno bonitetno oceno oziroma je njena vrednost odvisna od le-te. Posledično v odvisnosti od nanašajoče temeljne bonitetne ocene obstaja več vrst ocene prihodnjih izgledov, saj se tovrstna ocena dodeljuje kreditni bonitetni oceni izdajatelja, kreditni bonitetni oceni izdaje, nacionalni kreditni bonitetni oceni in bonitetni oceni finančne moči. Časovni horizont vseh različic ocene prihodnjih izgledov je 12 mesecev od objave le-te oziroma 12-24 mesecev za oceno prihodnjih izgledov o gibanju kreditne bonitetne ocene države.

Vse različice bonitetne ocene prihodnjih izgledov imajo enako lestvico možnih vrednosti, ki jo prikazujem v nadaljevanju (Rating Definitions, 2008):

- | | |
|-----|--|
| POS | Ocena pozitivno (angl. <i>positive</i>) odraža pričakovanja agencije, da se bo zadevna temeljna bonitetna ocena v bližnji prihodnosti izboljšala. |
| STA | Ocena stabilno (angl. <i>stable</i>) predstavlja mnenje agencije, da se zadevna temeljna bonitetna ocena v bližnji prihodnosti ne bo spremenila. |
| NEG | Ocena negativno (angl. <i>negative</i>) odraža mnenje agencije, da se bo zadevna temeljna bonitetna ocena v bližnji prihodnosti poslabšala. |

3.3.4 Pogojna bonitetna ocena

Za zaokrožitev predstavitve bonitetnih ocen agencije Capital Intelligence bi rad izpostavil le še pogojno bonitetno oceno (ang. *qualified rating*). Tovrstno oceno agencija dodeli posameznemu izdajatelju le takrat, ko sodelovanje entitete in/ali razpoložljivi podatki niso zadostni oziroma ustrezni, zaradi česar agencija ni zmožna izoblikovati primerne bonitetne ocene po njenih visokih standardih. V tem primeru se oceni doda črka q (npr. qA), pri čemer se pogojna bonitetna ocena dodeljuje le v okviru kreditne bonitetne ocene izdajatelja in bonitetne ocene finančne moči.

4 Metodologija ocenjevanja banke s strani bonitetne agencije Capital Intelligence

V tem poglavju podrobneje predstavljam metodologijo ocenjevanja posamezne banke s strani obravnavane agencije in v tem okviru značilnosti bančništva na razvijajočih se trgih, proces dodelitve bonitetne ocene, zunanje in notranje dejavnike ocene, ključne postavke v računovodskih izkazih, temeljne finančne kazalnike ter glavne razlike med ocenjevanjem na razvitih in razvijajočih se trgih.

4.1 Značilnosti bančništva na razvijajočih se trgih

Za bančništvo v manj razvitih oziroma razvijajočih se gospodarstvih so značilne ogromne razlike v lastnostih posameznih bank, saj le-te lahko posedujejo tako lastnosti kompleksnih bank razvitih trgov kakor tudi lastnosti preprostih bank nerazvitih trgov. Z vidika bančnih značilnosti razlikujemo tri osnovne kategorije bank (Standard & Poor's, 1999, str. 140-152):

- **Državne ali dirigerane banke s specifičnim mandatom.**

V to kategorijo uvrščamo razvojne banke, kmetijske banke, hranilnice itd. Zaradi narave njihovega poslovanja ima večina teh bank v aktivih bilance stanja visok delež slabih terjatev do posojilojemalcev. Posledično imajo takšne banke praviloma nizko oceno finančne moči, a hkrati zaradi velike verjetnosti državne pomoči visoko dolgoročno kreditno bonitetno oceno.

- **Državne ali dirigerane banke brez specifičnega mandata.**

Tovrstne banke v nasprotju s predhodno navedenimi nimajo specifičnega področja poslovanja, temveč poslujejo kot neke vrste državno podjetje. Takšne banke namreč primarno služijo državi in njenim potrebam, zaradi česar so pod velikim vplivom politike in birokracije ter imajo v aktivih bilance stanja visok delež slabih terjatev do države. Podobno kot banke s specifičnim mandatom imajo tudi te banke praviloma nizko oceno finančne moči in visoko dolgoročno kreditno bonitetno oceno.

- **Banke zasebnega sektorja.**

Pomen in vrsta lastništva tovrstnih bank se razlikujeta med posameznimi državami. Z izjemo vzhodne Evrope zasebne banke na razvijajočih se trgih že igrajo pomembno vlogo oziroma njihova vloga še narašča. Privatne banke so v lasti bodisi ene ali več korporacij bodisi premožne družine, redkeje pa imajo status delniške družbe, katere delnice kotirajo na borzi. Takšne banke niso obremenjene s slabimi terjatvami, obenem pa imajo tudi boljšo strukturo prihodkov, saj so dobičkonosno usmerjene ter ne služijo potrebam države in njene politike. Posledično je zasebnim bankam praviloma dodeljena visoka ocena finančne moči in nizka dolgoročna kreditna bonitetna ocena.

Zaradi visoke stopnje finančne regulacije ter posledično slabe razvitosti kapitalskih trgov in nebančnih finančnih institucij so banke v razvijajočih se gospodarstvih še vedno glavni finančni posrednik med udeleženci finančnih trgov, kar lahko zaradi večje izpostavljenosti tržnemu tveganju negativno vpliva na višino dodeljene bonitetne ocene. Za doseg bolj varnega in kvalitetnega bančnega sistema ter s tem tudi višjih bonitetnih ocen posameznih bank bi se morale razvijajoče se države zgledovati po razvitih ekonomijah in spodbuditi liberalizacijo finančnih trgov.

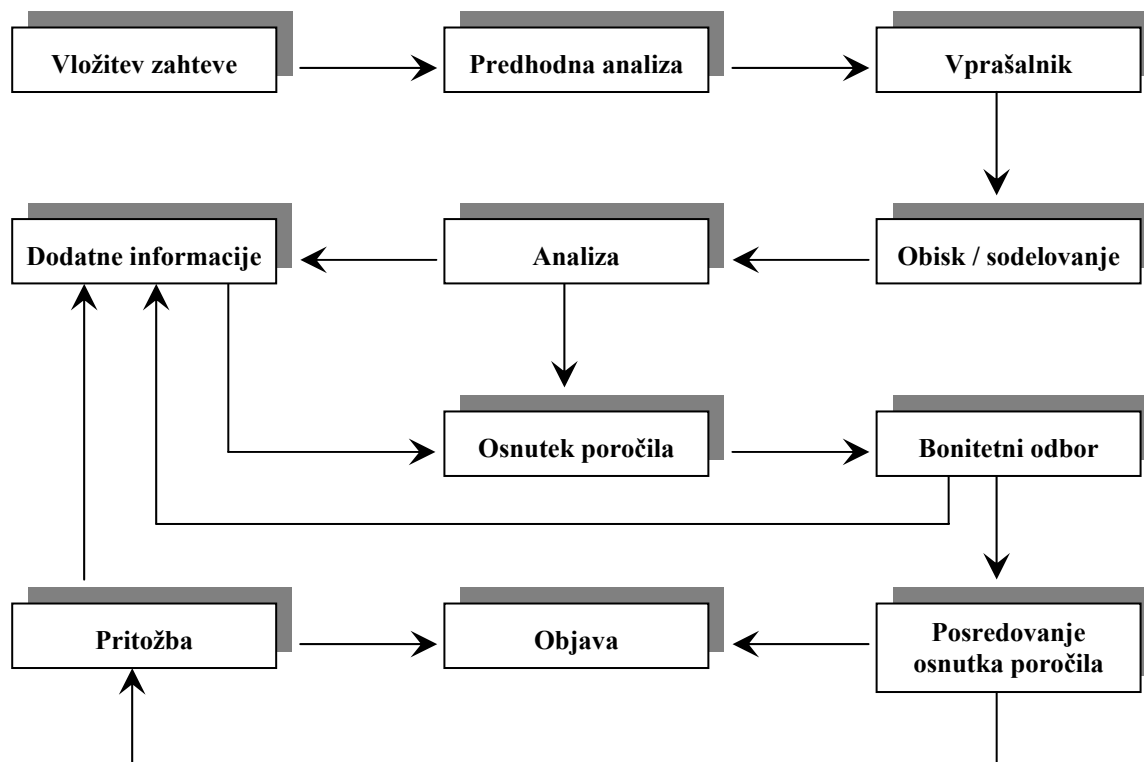
Kljub slabši razvitosti bančništva in finančnih trgov pomen bonitetnih agencij in njihovih ocen v razvijajočih se gospodarstvih v zadnjih letih naglo narašča.

4.2 *Proces dodelitve bonitetne ocene*

Pristop bonitetne agencije Capital Intelligence k dodelitvi bonitetne ocene posameznemu izdajatelju vsebuje podrobno ocenitev kvantitativnih in kvalitativnih dejavnikov, ki bi potencialno lahko vplivali na zmožnost vračila denarja oziroma poravnave obveznosti ter temelji na transparentnih postopkih in metodologijah. Ocena je dodeljena le, ko je na voljo dovolj relevantnih informacij za izoblikovanje kredibilnega kreditnega mnenja agencije o izdajatelju. Praviloma je bonitetna ocena dodeljena bodisi na osnovi obiska agencije pri ocenjevani entiteti bodisi na podlagi sodelovanja ocenjevane entitete z agencijo. V primeru, ko je ocena dodeljena brez omenjenega in temelji le na javno dostopnih informacijah, pa je leta pisana z malimi črkami.

Proces dodelitve bonitetne ocene, ki je grafično predstavljen v nadaljevanju, je v osnovi sestavljen iz treh glavnih korakov: predhodno delo analitikov, obisk dotične entitete in priprava osnutka poročila.

Slika 3: Proces dodelitve bonitetne ocene²⁰



Vir: Capital Intelligence, Rating Process, 2008.

Proces dodelitve bonitetne ocene lahko v okviru navedenih korakov razčlenimo na več manjših, ki jih bolj natančno in strnjeno opisujem v nadaljevanju. Pri tem je večja pozornost namenjena ključnim fazam (Rating Process, 2008; Capital Intelligence, 2007, str. 153-156; Lampe, 2008a, str. 40-41):

- **Vložitev zahteve.**

Proces se prične odvijati z vložitvijo izdajateljeve zahteve za naročilo plačljive bonitetne ocene izdajatelja, pri čemer je potrebna predhodna uskladitev plačilnih pogojev in podpis pogodbe.

- **Predhodna analiza.**

Predhodno delo analitikov med drugim vključuje analizo finančnih informacij in izračun ključnih finančnih kazalnikov poslovanja dotične družbe ter analizo makroekonomskih podatkov. Okolje, v katerem posluje družba, ima lahko namreč v sleherni državi, predvsem pa na razvijajočih se trgih, znaten vpliv na poslovanje in finančni rezultat posamezne družbe. Zavaljo tega se analitiki agencije predhodno seznaniijo z značilnostmi nacionalnega bančnega, poslovnega, gospodarskega in političnega okolja.

²⁰ Na sliki je prikazan klasičen oziroma najbolj pogost proces dodelitve bonitetne ocene, pri katerem je ocenjevalni izdajatelj naročnik plačljive bonitetne ocene in s katerim se agencija tudi sestane oziroma z njim sodeluje. Na tem mestu je potrebno omeniti, da država kot izdajatelj ni naročnik bonitetne ocene, saj agencija brez naročila dodeli oceno vsaki državi, znotraj katere ocenjuje vsaj eno družbo. Sicer pa je proces dodelitve bonitetne ocene praviloma enak ne glede na vrsto ocenjevalne družbe.

- **Vprašalnik.**

Agencija ocenjevani družbi pred obiskom posreduje standardiziran vprašalnik, ki se razlikuje v odvisnosti od zadevne panoge in geografskega porekla dotične družbe. Praviloma izdajatelj posreduje željene informacije oziroma izpolnjen vprašalnik v elektronski obliki pred obiskom družbe, saj se le tako lahko analitiki temeljito pripravijo na sestanke z višjim vodstvom družbe. Ker želijo analitiki agencije v večini primerov posredovane informacije še dodatno prediskutirati in jih pravilno razumeti, lahko izdajatelj po lastni želji na dan obiska izvede kratke predstavitev različnih vidikov poslovanja družbe, ki vključujejo odgovore na posredovan vprašalnik in dodatno osvetlijo karakteristike poslovanja družbe. Namesto izpolnjenega vprašalnika lahko izdajatelj samoiniciativno pripravi gradivo, ki sicer ne sledi natanko vprašalniku, a kljub temu vsebuje in pokrije vsa ključna področja. V primeru, ko se družba ne sestane z agencijo, je vloga izpolnjenega vprašalnika oziroma gradiva toliko bolj pomembna, saj je pravilno razumevanje posredovanih informacij odvisno predvsem od kakovosti le-teh. Zaradi vsega predhodno omenjenega je pomembno razkritje čim večjega obsega informacij, pri čemer ima kvaliteta prednost pred kvantiteto. Za odnose z bonitetnimi agencijami je v posamezni družbi praviloma zadolžen oddelek za odnose z naložbeniki (angl. *investor relations*), katerega naloga je v tem okviru tudi organizacija in koordinacija priprave izpolnjenega vprašalnika oziroma gradiva za agencijo.

Agencija za potrebe analize izdajatelja potrebuje tako kvalitativne kot tudi kvantitativne informacije. Za slednje je zelo zaželeno, da so pripravljene v skladu z mednarodnimi standardi računovodskega poročanja (v nadaljevanju MSRP). V primeru, da le-teh družba ne pripravlja, se za potrebe agencije praviloma pripravijo tabele prevedbe temeljnih računovodskih izkazov iz domačih računovodskih standardov na MSRP. Na ta način izdajatelj prepreči morebitne napake, do katerih bi lahko prišlo zaradi nerazumevanja domačih standardov s strani analitikov agencije.

V primeru izdajatelja kot matične družbe v skupini, agencija v okviru kvantitativnih informacij zahteva konsolidirane računovodske izkaze, prav tako pa želi tudi kvalitativne informacije, nanašajoče se na celotno skupino. Posledično je dodeljena bonitetna ocena vedno ocena skupine kot celote in njene matične družbe (ne pa tudi posameznih članic skupine), čeprav ni nujno, da je zadevna skupina registrirana kot legalna entiteta oziroma pravna oseba.

- **Obisk/sodelovanje.**

Eden od najbolj pomembnih korakov je zagotovo obisk izdajatelja oziroma medsebojno sodelovanje. Za organizacijo in koordinacijo obiska je praviloma zadolžen oddelek za odnose z naložbeniki, ki se vnaprej dogovori za kratke sestanke z višjim vodstvom družbe. Dolžina sestankov je odvisna predvsem od velikosti in kompleksnosti družbe ter obravnavanega področja, pri čemer obisk družbe ne preseže enega delovnega dne. Sestanki se praviloma odvijajo na sedežu izdajatelja in v primeru banke zajemajo predvsem obravnavo sledečih področij:

- uprava (vizija, strategija in splošni pregled poslovanja),
- finančno upravljanje in poslovanje (finančni pregled in plan poslovanja),

- zakladništvo (financiranje oziroma zadolževanje, uravnavanje likvidnosti ter izdajanje in trgovanje z vrednostnimi papirji oziroma drugimi finančnimi instrumenti),
- upravljanje s tveganji (kvaliteta aktive, rezervacije in oslabitve ter upravljanje kreditnih, tržnih in operativnih tveganj).

Po potrebi se predstavniki agencije sestanejo tudi z vodstvenim kadrom iz drugih področij banke (informacijska tehnologija, notranja revizija, upravljanje s kadri, poslovna mreža ipd.).

Načeloma analitike agencije na začetku delovnega obiska sprejme predsednik uprave, ki predstavi predvsem vizijo in strategijo banke oziroma skupine. Največjo pozornost agencija nameni sestanku z »riziki«, zaradi česar je sestanek na temo upravljanja tveganj najdaljši in najbolj obsežen. Sposobnost in učinkovitost banke pri upravljanju tveganj ima namreč največjo težo pri dodelitvi ustrezne bonitetne ocene. Zaradi trenutnih razmer na finančnih trgih so analitiki v zadnjem času zelo pozorni tudi na zagotavljanje virov financiranja in upravljanje likvidnosti. Zavaljo lažjega oziroma nemotenega poteka sestankov je zaželeno, da je na njih prisotna tudi oseba, odgovorna za odnose z naložbeniki oziroma bonitetnimi agencijami, saj ta lahko zaradi seznanjenosti z delom agencije pripomore k boljši komunikaciji ter pravilnemu razumevanju pojasnil in navodil.

Kadar se analitiki ne sestanejo z ocenjevano družbo, se vzpostavi medsebojno sodelovanje, v okviru katerega družba elektronsko posreduje agenciji vse potrebne informacije in podatke, ki bi jih slednja drugače pridobila v okviru obiska družbe. V tem primeru je kakovost posredovanih informacij in podatkov še toliko bolj pomembna, saj so analitiki agencije zaradi odsotnosti obiska »primorani« večino le-teh pravilno interpretirati brez dodatne ustne razlage. Običajno namreč tovrstno sodelovanje poteka preko elektronske pošte, zgolj v primeru večjih dilem oziroma problemov pri razumevanju poslanih informacij in podatkov pa se vzpostavi tudi osebna komunikacija preko telefona.

V okviru obiska države se analitiki agencije sestanejo tudi z drugimi ključnimi udeleženci na trgu (centralna banka, zunanji revizor itd.) ter na ta način dopolnijo svoje znanje in razumevanje lokalnega okolja in njegovih specifičnih lastnosti.

• **Analiza.**

Obisku oziroma pridobitvi informacij sledi podrobna analiza družbe in njenega poslovanja. V primeru nezadostnih ali nejasnih pridobljenih informacij lahko agencija zaprosi za dodatne informacije oziroma obrazložitve. V agenciji sta za vsakega naročnika bonitetne ocene zadolžena dva analitika, ki sta odgovorna za izpeljavo procesa dodelitve bonitetne ocene od vložitve zahteve s strani izdajatelja pa vse do objave poročila oziroma bonitetne ocene. Analitika sta tako zadolžena tudi za natančno analizo družbe, ki je opravljena na podlagi obiska in vseh pridobljenih informacij oziroma podatkov. Rezultat analize je v veliki meri odvisen od človeškega faktorja, saj je pri analiziranju in ocenjevanju izdajatelja poleg objektivnih elementov vedno prisoten tudi subjektivni pogled analitikov. Zavaljo tega skuša agencija nepristranskost analize in posledično dodeljene ocene zagotoviti med drugim tudi z

računalniško obdelavo podatkov, katere rezultati niso dostopni niti zainteresirani javnosti niti naročnikom ter predstavljajo zgolj pomoč in oporo analizi.

Na tem mestu je potrebno omeniti, da agencija periodično menjava analitike in njihove zadolžitve ter posledično slehernemu izdajatelju na vsaka štiri leta dodeli nova analitika. S »kroženjem« analitikov med državami oziroma družbami agencija zagotovi objektivnost dodeljene bonitetne ocene.

- **Osnutek poročila.**

Na osnovi opravljene analize oziroma dodatnih informacij analitika pripravita osnutek poročila in v okviru le-tega tudi osnutek kreditnega poročila. Uvodna stran poročila povzema ključne dejavnike dodeljene bonitetne ocene, v nadaljevanju pa so najpomembnejši razlogi za dodeljeno višino ocene tudi natančno obrazloženi.

- **Bonitetni odbor.**

Medtem ko analitiki agencije le predlagajo določeno višino bonitetne ocene za ocenjevano družbo, pa je bonitetni odbor tisti organ agencije, ki predlagano oceno sprejme ali zavrne. Bonitetni odbor je sestavljen iz več članov z volilno pravico, pri čemer sta dotična analitika vedno člana odbora, ostale člane pa predstavljajo drugi analitiki agencije ter oseba iz višjega vodstva agencije kot predsednik odbora. Sestava bonitetnega odbora je odvisna od dejavnosti in geografskega izvora ocenjevanega izdajatelja, zaradi česar so v odboru tisti analitiki, ki pokrivajo izdajatelje iz iste stroke iz primerljivih držav. S tovrstnim oblikovanjem odbora analitikov je zagotovljena nepristranskost in mednarodna primerljivost dodeljene ocene.

Pred zasedanjem bonitetnega odbora odgovorna analitika posredujeta vsem članom odbora osnutek poročila, na samem zasedanju pa le-tega in predlagano oceno tudi ustno predstavita in zagovarjata. Po koncu predstavitve oziroma diskusije odbor bodisi glasuje o predlagani oceni bodisi zahteva dodatne informacije za podporo le-te oziroma za pripravo novega osnutka poročila in nove predlagane ocene. Glasovanje o sprejemu/zavrnitvi predlaganega poročila in ocene je demokratičen proces s pravilom večine, pri čemer je v primeru neodločenega izida odločilen glas predsednika odbora.

- **Posredovanje osnutka poročila.**

Agencija posreduje osnutek poročila v pregled družbi z namenom, da izdajatelj sam preveri točnost informacij in podatkov ter posreduje morebitne pripombe in popravke, hkrati pa odstrani cenovno občutljive in strogo zaupne informacije in podatke.

Izdajatelj ima pravico do pritožbe na dodeljeno oceno, vendar pa je pravica do pritožbe pogojena tako časovno kot tudi s predložitvijo novih in predhodno neobjavljenih informacij oziroma informacij o nepričakovanih in pomembnih spremembah v okoliščinah izdajatelja. Tovrstne informacije so predpogoj za pripravo novega osnutka poročila in nove predlagane ocene ter posledično za obravnavo na zasedanju odbora.

- **Objava.**

Zadnji korak v procesu predstavlja objava dodeljene bonitetne ocene izdajatelja. Agencija poročilo z dodeljeno oceno posreduje vsem svojim naročnikom, hkrati pa na svoji spletni strani objavi tudi sporočilo za javnost. Na drugi strani tudi izdajatelj informira svoje delničarje, investitorje in ostalo zainteresirano finančno javnost o višini dodeljene ocene z objavo sporočila za javnost na svoji spletni strani, medtem ko poročilo praviloma ni javno dostopno oziroma je na vpogled le ob izraženi zahtevi s strani delničarja ali investitorja.

Nadzor je zelo pomemben element pri delovanju vsake bonitetne agencije, zaradi česar Capital Intelligence stalno kontrolira poslovanje in poslovne rezultate ocenjevanih družb. Pregledi bonitetnih ocen izdajateljev se izvajajo vsaj enkrat letno oziroma bolj pogosto v primeru spremenjenega kreditnega profila izdajatelja.

4.3 *Dejavniki ocene*

Banke so specializirane finančne institucije, ki zahtevajo edinstven analitičen pristop za natančno ocenitev njihovega profila tveganja. Zaradi navedenega ima agencija razvito dosledno in jasno metodologijo ocenjevanja bank, ki temelji na celovitem pristopu k ocenjevanju bančnega tveganja in analizi precejšnjega števila dejavnikov.

Dejavnike, ki vplivajo na plačilno sposobnost in posledično tudi bonitetno oceno posamezne banke, lahko v grobem razdelimo na zunanje in notranje, pri čemer lahko oboje še nadalje razvrstimo na kvantitativne in kvalitativne.

Zunanji dejavniki se nanašajo na poslovno okolje, v katerem deluje banka. V tem okviru zunanji kvantitativni dejavniki zajemajo predvsem gospodarsko rast, obrestne mere, menjalne tečaje, povpraševanje po kreditih in naklonjenost k varčevanju, medtem ko zunanji kvalitativni dejavniki vključujejo zlasti vmešavanje politike v poslovanje banke in pritisk na odobravanje kreditov povezanim osebam.

Na drugi strani se notranji dejavniki nanašajo na lasten, edinstven »karakter« banke, ki pa je odvisen od mnogih faktorjev. Najpomembnejši notranji kvantitativni dejavniki, ki vplivajo na kreditno kvaliteto banke, so kvaliteta aktive, kapital in kapitalska ustreznost, likvidnost ter dobičkonosnost. Ključni notranji kvalitativni dejavniki pa zajemajo lastniško strukturo, kvalitete in sposobnosti vodstva, sisteme nadzora in kontrole odobravanja kreditov ter posle trgovanja in zakladništva.

Na tem mestu je potrebno poudariti, da dejavniki ocene niso tehtani. Od vsake banke posebej je odvisno, kateri dejavniki bodo prevladali in najmočnejše vplivali na dodeljeno bonitetno oceno banke.

Analiza banke temelji na šestih t.i. stebrih (poslovno okolje, lastništvo in upravljanje, vrednost franšize, vodstvo in strategija, profil tveganja, finančni profil). Prvi štirje stebri zajemajo predvsem kvalitativne dejavnike, čeprav analiza poslovnega okolja zahteva tudi precej kvantitativnega dela, medtem ko zadnja dva stebra vključujeta predvsem kvantitativne dejavnike. V nadaljevanju podrobneje predstavljam posamezne stebre oziroma dejavnike ocene banke (Bank Rating, 2008; Capital Intelligence, 2007, str. 89-95, 102-142):

4.3.1 Poslovno okolje

Okolje, v katerem posluje posamezna banka, predstavlja enega od ključnih elementov pri dodelitvi bonitetne ocene, še posebej pa je vloga poslovnega okolja pomembna v primeru razvijajočih se trgov. Banka lahko namreč poseduje močan finančni profil, vendar pa lahko šibko ali nestanovitno poslovno okolje zmanjša njeno kreditno kvaliteto in posledično tudi oceno. Zaradi omenjenega agencija prouči gospodarsko strukturo posamezne države, pri čemer je poseben poudarek namenjen nivoju in razdelitvi dohodka na prebivalca, diverzifikaciji proizvodnje in izvoza, občutljivosti gospodarstva na zunanje šoke ter tempu in obsegu strukturnih sprememb. Agencija v okviru analize poslovnega okolja upošteva tudi prihodnje izglede za posamezno gospodarstvo, vključujoč obete za najpomembnejše industrijske panoge in stanje trga dela, obenem pa oceni tudi primernost makroekonomskih politik, stabilnost režima menjalnega tečaja, stanovitnost politične situacije in tveganje, da politični faktorji sprožijo gospodarsko in finančno nestabilnost. Prav tako analitiki vzamejo v obzir razvoj denarnega, kapitalskega in nepremičninskega trga ter preučijo pričakovane spremembe v politiki vlade, ki bi potencialno lahko vplivale na bančni sektor.

Nadalje, agencija razišče in preuči regulatorni okvir bančnega sektorja ter ovrednoti sposobnost in pripravljenost nadzornih oziroma regulatornih organov za uveljavitev predpisov, kontrolo izpolnjevanja obveznosti bank v skladu s predpisi in uspešno posredovanje v kriznih časih.

Nivo in zanesljivost razkritja finančnih informacij sta pomembna elementa ocene, predvsem na razvijajočih se trgih, zato agencija preveri tudi standarde revizije in finančnega računovodstva znotraj posamezne države. V tem okviru je velika pozornost namenjena ocenitvi kvalitete in slovesa notranjega bančnega revizorja.

Nenazadnje pa analitiki agencije v okviru analize poslovnega okolja preverijo tudi državni pravni sistem, pri čemer pregledajo relevantno dokumentacijo ter vzpostavijo stik s pravnimi službami in drugimi udeleženci bančnega sektorja, s čimer pridobijo vpogled v in razumevanje delovanja celotnega pravnega okvirja posamezne države. Ključno vprašanje v mnogih razvijajočih se državah je, ali pravni sistem sledi spremembam na področju politike, gospodarstva in ekonomije.

4.3.2 Lastništvo in upravljanje

Zmožnost in pripravljenost lastnikov banke za pomoč banki v primeru nastalih težav je zelo pomemben faktor bonitetne ocene, pri čemer je verjetnost finančne pomoči s strani zasebnih lastnikov ali države eksplicitno zajeta v oceni podpore. V okviru analize agencija preuči stabilnost lastniške strukture banke, cilje lastnikov ter njihovo sposobnost in pripravljenost pomagati banki. Obenem se preveri tudi nivo avtonomije vodstva banke ter morebitna privilegirana obravnava lastnikov banke in njihovih aktivnosti (npr. odobritev posojil povezanim osebam po obrestni meri, nižji od tržne).

4.3.3 Vrednost franšize

Franšiza banke predstavlja sposobnost banke biti dobičkonosna na dolgi rok in jo lahko izrazimo kot sedanjo vrednost vseh njenih prihodnjih finančnih tokov. Razlikujemo med sistemsko in bančno franšizo, pri čemer se sistemska nanaša na okolje poslovanja (npr. dobičkonosnost bančnega sektorja, konkurenca, regulativa, regulatorne spremembe itd.), bančna pa zajema zlasti stroškovno učinkovitost oziroma dobičkonosnost in tržni položaj banke.

Agencija nameni velik poudarek franšizi posamezne banke, saj ta predstavlja pomemben element bonitetne ocene, pri čemer je vrednost franšize izrecno izražena v oceni finančne moči. Posebna pozornost je namenjena bančni franšizi, na vrednost katere lahko posamezna banka tudi vpliva. V okviru slednje analitiki ocenijo pozicijo banke na domačem in tujem bančnem trgu z vidika tržnega deleža banke ter njene zmožnosti za vzdrževanje obstoječih poslovnih aktivnosti in za razvoj novih poslovnih poti, hkrati pa ovrednotijo tudi moč franšize za ustvarjanje dobička.

4.3.4 Vodstvo in strategija

Vodstvo oziroma kvaliteta vodstva banke je eden od pomembnejših elementov bonitetne ocene predvsem v razvijajočih se državah, saj je v razvitih državah le-ta močno opredeljena v kodeksih upravljanja družb. Vodstvo banke mora imeti tehnične in organizacijske sposobnosti ter občutek za dobro presojo, da se lahko uspešno spoprime z mnogimi tveganji, prisotnimi v bančništvu. Šibko vodstvo je namreč nezmožno obvladovati različna tveganja in je posledično podvrženo oziroma nagnjeno k sprejemanju napačnih odločitev, ki vodijo k izgubam. Težave šibkega vodstva pridejo najbolj do izraza v primeru uvajanja novih področij poslovanja. Znotraj analize vodstva banke agencija pregleda organizacijsko strukturo banke, neodvisnost najvišjega vodstva oziroma uprave od lastnikov banke, politiko vodenja, preteklo delovanje vodstva ter oceni sposobnost vodstva za načrtovanje in odzivanje na spremembe v okolju. Morebitno slabo delovanje uprave lahko pogubno vpliva na uspešnost poslovanja banke, zato

agencija obenem oceni še ustreznost notranjih kontrol, postopke avtorizacije in odobritve ter moč in neodvisnost notranje kontrole.

V povezavi z vodstvom in kvaliteto njegovega delovanja je agencija pozorna tudi na strategijo ter kratko- in srednjeročne strateške cilje banke, postavljene s strani uprave, pri čemer razlikujemo med konzervativno, agresivno in mešano strategijo. V okviru navedenega se vzamejo v obzir predvsem sredstva in načini za doseganje postavljenih ciljev.

4.3.5 Profil tveganja

Stopnja tveganja poslovanja banke je posledica predhodno omenjene vrste strategije banke in njenih strateških ciljev. Strategija banke načeloma ne vpliva na višino njene bonitetne ocene, a le ob predpostavki, da se najvišje vodstvo zaveda izbrane strategije in jo je sposobno tudi smotno utemeljiti. V tem okviru je ključnega pomena aktiven pristop k tveganjem oziroma upravljanje tveganj, t.j. prepoznavanje izpostavljenosti tveganjem in nadaljnje ukrepanje. Poleg kreditnega tveganja banke v razvitih ekonomijah čedalje več pozornosti namenjajo tržnemu tveganju, medtem ko se na manj razvitih oziroma razvijajočih se trgih več pozornosti posveča operativnemu tveganju.

Najzahtevnejši del analize banke predstavlja ravno pravilna ocenitev profila tveganja poslovanja banke. Agencija oceni profil tveganja s pregledom kulture upravljanja s tveganji posamezne organizacije ter njenih aktivnosti, sistemov in kontrol, obenem pa ovrednoti celotno izpostavljenost finančnemu tveganju, ki izhaja tako iz bilančnih kot tudi zunajbilančnih postavk. Znotraj finančnega tveganja analitiki ocenijo kreditno, tržno, likvidnostno in operativno tveganje.

- **Kreditno tveganje.**

Kreditno tveganje kot najpomembnejša vrsta bančnega tveganja je tveganje nastanka izgube zaradi neizpolnitve obveznosti dolžnika do finančne institucije. Za ocenitev tovrstnega tveganja agencija analizira predvsem strukturo oblikovanih rezervacij ter strukturo in diverzifikacijo kreditnega portfelja. V okviru slednjega je potrebno agenciji razkriti gospodarsko dejavnost, ročnost, valuto, zavarovanje in velikost posamezne naložbe, kvaliteto oziroma strukturo kreditnega portfelja po bonitetnih skupinah A, B, C, D in E,²¹ največjih 20 izpostavljenosti do bančnih in nebančnih komitentov ter bilančno in zunajbilančno izpostavljenost. Z vidika rezervacij pa je agencija pozorna zlasti na politiko oblikovanja rezervacij, delitev na splošne in specifične rezervacije, pokritost posameznih bonitetnih razredov z rezervacijami, pokritost bilančnih in zunajbilančnih terjatev z rezervacijami itd.

²¹ Za agencije so z vidika ocenitve kreditnega tveganja zelo zanimive in koristne matrike prehodov komitentov med posameznimi bonitetnimi razredi skozi določeno časovno obdobje. Za banko, ki dobro upravlja s kreditnim tveganjem, so značilne bodisi zelo nizke migracijske stopnje bodisi prehajanje komitentov iz nižjih v višje razrede.

- **Tržno tveganje.**

Tržno tveganje kot rezultat čedalje večje bančne ponudbe in preusmerjanja bančnih poslov od običajnega kreditiranja k alternativnim finančnim produktom oziroma storitvam je tveganje nastanka izgube zaradi neugodnih sprememb tržnih cen (npr. obrestne mere, menjalni tečaji, cena delnic itd.) in je tesno povezano z upravljanjem bilance banke (angl. *asset and liability management* ali *ALM*). Pri tovrstnem tveganju agencija analizira zlasti trgovanje in trgovalne aktivnosti banke ter pregleda uporabljene tehnike banke pri upravljanju s tržnim tveganjem (npr. tvegana vrednost (angl. *value at risk* ali *VaR*) in test izrednih situacij (angl. *stress test*)).

- **Likvidnostno tveganje.**

Likvidnostno tveganje predstavlja tveganje nastanka izgube zaradi nezmožnosti banke poravnati svoje obveznosti ob zapadlosti oziroma zaradi zagotavljanja potrebnih denarnih sredstev z bistveno višjimi stroški od običajnih (zavoljo nesposobnosti banke zagotoviti zadostna denarna sredstva za poravnavo obveznosti ob dospelosti). Visoka likvidnost omogoča banki lažje poslovanje in preživetje v kriznih trenutkih, kot so ogromna izguba ali obdobje velike nestanovitnosti. Zaradi navedenega agencija preveri kvaliteto in stabilnost virov financiranja banke, obenem pa mora analiza likvidnostnega tveganja zajeti tudi analizo likvidnosti aktive bilance stanja banke. Slednja je v manj razvitih ekonomijah zaradi slabše likvidnosti finančnih trgov zgolj groba ocena.

Analiza profila tveganja posamezne banke je v veliki meri osredotočena tudi na implementacijo novega baselskega sporazuma, t.j. Basel II. Večina bank je v skladu z Baslom II že nadgradila lastni sistem za upravljanje tveganj, pri čemer je agencija pozorna predvsem na uspešnost izvajanja metodologij, politik in postopkov, ki so opredeljeni v Baslu II, ter na vpliv novega baselskega sporazuma na kapitalsko ustreznost banke.

- **Operativno tveganje.**

Novi baselski sporazum Basel II ogromno pozornosti posveča operativnemu tveganju in posledično prinaša za banke mnogo novosti z vidika razvoja naprednejših modelov za merjenje in nadzorovanje operativnega tveganja. Tovrstno tveganje postaja v zadnjem času čedalje pomembnejše bančno tveganje, ki zaenkrat še nima enotne definicije oziroma je le-teh veliko, v grobem pa tovrstno tveganje lahko opredelimo kot tveganje nastanka izgube zaradi neustreznega ali neuspešnega izvajanja notranjih procesov, ravnanja ljudi in delovanja sistemov oziroma zaradi vpliva zunanjih dejavnikov. Operativno tveganje po definiciji Baselskega odbora za bančni nadzor vključuje pravno tveganje ter izključuje strateško tveganje in tveganje ugleda. Pravno tveganje je opredeljeno kot tveganje nastanka izgube zaradi tožbe s strani prizadete oziroma nezadovoljne stranke, zaposlenega ali tretje osebe, ki je rezultat kršenja ali nepravilnega upoštevanja zakonov, podzakonskih aktov, navodil, priporočil, sklenjenih pogodb, dobre bančne prakse ali etičnih norm. Agencija pojmuje pravno tveganje kot pomemben element operativnega tveganja, ki ga je potrebno upoštevati pri analizi profila tveganja banke, prav tako pa vzame v obzir tudi strateško tveganje, le da je slednje obravnavano v okviru pregleda vodstva in strategije banke.

4.3.6 Finančni profil

Znotraj metodologije ocenjevanja bank je velik poudarek namenjen finančnemu profilu posamezne banke, v okviru katerega agencija analizira računovodske izkaze in finančne kazalnike banke. Analiza finančnega profila zajema obravnavo štirih osnovnih področij bančnih financ: kvaliteta aktive, kapital, likvidnost in dobičkonosnost.

- **Kvaliteta aktive.**

Kvaliteta aktive je močno povezana oziroma vpliva na kreditno tveganje banke. Kljub naraščajočemu tržnemu tveganju in čedalje večjemu pomenu operativnega tveganja ostaja kreditno tveganje najpomembnejše tveganje večine bank. Natančna ocenitev kreditnega tveganja je včasih težko izvedljiva zaradi nezadostnega razkritja informacij ter pogostokrat subjektivne narave klasifikacije posojil in odpisov terjatev s strani banke. Zaradi navedenega agencija zelo podrobno pregleda kreditni portfelj banke z namenom identifikacije potencialnih (prikritih) tveganj in tržnih trendov, pri čemer natančno analizira celotno bilanco stanja in v tem okviru predvsem različne kategorije premoženja oziroma aktivne postavke bilance stanja (npr. kotirajoči in nekotirajoči vrednostni papirji, posojila, druge oblike naložb), obenem pa pregleda tudi zunajbilančne postavke in obveznosti (npr. garancije, akreditivi, izvedeni finančni instrumenti). V okviru analize bilance stanja je pozornost usmerjena na njeno strukturo, s čimer se preveri zlasti koncentracija in sestava aktive bilance stanja. Za večino poslovnih bank predstavlja kreditni portfelj najpomembnejšo aktivno postavko, zaradi česar agencija zahteva popolno razčlenitev portfelja glede na gospodarsko dejavnost, geografski izvor, vrsto, velikost, valuto in zapadlost posameznega posojila. V primeru bank, kjer ključno tveganje ni povezano s krediti (npr. investicijske banke), pa se agencija osredotoči na investicijsko premoženje, kot so kotirajoči in nekotirajoči vrednostni papirji, nepremičnine in druge oblike naložb ter s tem povezano kreditno in/ali tržno tveganje.

- **Kapital.**

Kapital je eden izmed ključnih dejavnikov, ki jih je potrebno upoštevati pri ocenjevanju varnosti in skrbnosti poslovanja banke. Ustrezna kapitalska osnova namreč predstavlja varnostno rezervo za različna tveganja, katerim je banka neizogibno izpostavljena pri svojem poslovanju. Primarno tako kapital omogoča banki absorbcijo nepričakovanih izgub in ji zagotavlja solventno poslovanje. Poleg osnovne funkcije pa kapital predstavlja tudi finančni vzvod bilančne vsote, saj omogoča banki fleksibilno upravljanje njenega poslovanja. Močan kapital ali presežek le-tega nudi banki namreč možnost za razširitev aktive bilance stanja in posledično večji zaslužek. Zavaljo omenjenega sta obseg kapitala in kapitalska ustreznost zelo pomembna elementa pri oceni plačilne sposobnosti posamezne banke. S tega vidika so analitiki pozorni na strukturo kapitala, pri čemer preučijo tako temeljni kapital (ang. *Tier I*) kot tudi dodatni kapital I (angl. *Tier II*), obenem pa preverijo še kvaliteto kapitala in višino obsega navadnega lastniškega kapitala v kapitalu banke. Nadalje, agencija pregleda tudi obseg podrejenega dolga, prednostnih delnic, hibridnega dolga in prevrednotovalnih rezerv v okviru kapitala ter preuči možnost obstoja kakršnihkoli skritih rezerv v bilanci stanja banke.

Analiza kapitala med drugim odraža tudi strateške usmeritve banke in njeno naklonjenost tveganju. Nižja raven kapitala v bilančni vsoti namreč odraža agresivnejšo politiko širjenja banke in posledično njeno večjo nagnjenost k tveganju, medtem ko višja raven kapitala kaže na konzervativno vodstvo banke, ki ni pripravljeno sprejeti tveganih odločitev. Slednje sicer ni nujno tudi boljše, saj je lahko tovrstno obnašanje odraz nesposobnega vodstva, ki na trgu ne zazna poslovnih priložnosti za nadaljnjo rast obsega poslovanja banke. Zaradi omenjenega je pri analizi kapitala ključno spoznanje, zakaj ima posamezna banka določen obseg kapitala. Absolutno prava stopnja kapitala namreč ne obstaja, temveč se razlikuje od banke do banke in je pogojena s strategijo posamezne banke. Stopnja kapitala tako ne vpliva na višino bonitetne ocene, v kolikor ima vodstvo banke za le-to tudi racionalne argumente. Na tem mestu je potrebno omeniti, da je v manj razvitih gospodarstvih potreba po kapitalu večja in bolj utemeljena zaradi bolj nepredvidljivih in nestanovitnih razmer.

Velikost obsega bančnega kapitala pa je odvisna tudi od lastnikov banke, saj le-ti določajo strukturo celotnega kapitala banke s ciljem maksimizirati tržno vrednost njihovih delnic, ter od raznih predpisov, s katerimi nadzorne institucije regulirajo banke. Zavrlo navedenega kapital banke običajno delimo na ekonomski in regulatorni kapital, pri čemer razmerje med omenjenima kapitaloma odseva razmerje med optimalnim kapitalom za lastnike in optimalnim kapitalom za družbo. Lastniki, katerih primarna skrb je povečevanje dobičkonosnosti banke oziroma tržne vrednosti njihovih delnic, želijo poslovati s čim manjšim obsegom kapitala, medtem ko so regulatorji naklonjeni večjemu obsegu kapitala, saj je njihova primarna skrb varnost bank in stabilnost celotnega finančnega sistema.

Ekonomski kapital temelji na dejanskih tveganjih in se kot tak tudi razlikuje od regulatornega kapitala, ki je splošno določen za vse banke. Opredelimo ga lahko kot tisto količino kapitala, ki je po mnenju banke zaželena, dosegljiva in zadostna, ne oziraje se na regulatorne zahteve. Primarni namen ekonomskega kapitala je omejiti verjetnost propada banke, pri čemer je verjetnost subjektivno ocenjena s strani lastnikov banke, ter financirati aktivnosti banke. Sistem interne alokacije kapitala naj bi tako zagotavljal zadosten obseg kapitala za pokrivanje tveganj, ki jim je banka izpostavljena pri svojem poslovanju. Ravnotežna raven ekonomskega kapitala posamezne banke je torej tista količina kapitala, ki je optimalna z vidika njenih delničarjev in h kateri posamezna banka stremi.

Na drugi strani pa regulatorni kapital ne odraža dejanskih tveganj, ki jim je posamezna banka izpostavljena, in posledično ne odraža dejanskih potreb posamezne banke po kapitalu, zaradi česar so kapitalske zahteve ob njegovi uporabi bodisi precenjene bodisi podcenjene. Regulatorni kapital je zgolj kapital, potreben za pokrivanje regulatornih kapitalskih zahtev, izračunan v skladu z regulatornimi pravili in omejitvami. Obseg regulatornega kapitala tako predstavlja le pravni pogoj za obstoj posamezne banke oziroma minimalni obseg bančnega kapitala, s čimer povzroča dodatne stroške tistim bankam, ki bi lahko varno in uspešno poslovale tudi z manjšim obsegom kapitala. Vidik tovrstnega kapitala je namreč širši, saj upošteva sistemski vidik morebitnega propada banke ter posledično vključuje tudi stroške, ki jih zaradi propada banke utrpijo drugi elementi finančnega sektorja in realne ekonomije

(negativne eksternalije) in stroške zaščite malih delničarjev. Posledično je le-ta praviloma večji od ekonomskega kapitala, pri katerem banke upoštevajo zgolj svoje interne sisteme alokacije kapitala.

Agencija regulatornemu kapitalu ne posveča veliko pozornosti, saj je le-ta odvisen od centralne banke posamezne države in njenih predpisov. Ključna je mednarodna primerljivost, zato agencija praviloma zahteva izračun in predložitev kapitalske ustreznosti, prilagojene na Baselske standarde (*BIS*²²), na katerih temelji tudi princip ekonomskega kapitala.

- **Likvidnost.**

Šibka likvidnost je pogosto glavni razlog za propad banke, nasprotno pa lahko močna likvidnost v mnogih primerih pomaga sicer šibki banki, da preživi. Zaradi tega se agencija osredotoči na stopnjo trenutne likvidnosti in strukturo virov financiranja banke, hkrati pa preveri tudi sposobnost banke za financiranje njenega poslovanja iz lastnih virov v času kriznih razmer, kar je še posebej pomembno za banke na razvijajočih se trgih, kjer se pogoji poslovanja lahko zelo hitro in nenadno spremenijo. Ključno tveganje financiranja banke tako predstavlja njena nezmožnost za obnovitev ali nadomestitev zapadlih obveznosti iz naslova financiranja nasploh oziroma po primerni tržni ceni. Agencija v okviru analize strukture virov financiranja ugotavlja delež finančnih sredstev, ki izhajajo iz bolj stabilnih virov (npr. depoziti komitentov), in verjetnost nadaljnje zagotovitve tovrstnih sredstev. Pri analizi likvidnostnega stanja banke pa agencija preuči profil posameznih aktivnih in pasivnih postavk bilance stanja z vidika zapadlosti, obrestne mere in valute, s čimer prepozna kakršnakoli morebitna večja neujemanja v strukturi aktive in pasive z vidika navedenih elementov, ki bi lahko predstavljala razlog za zaskrbljenost v primeru pojava nepričakovanih likvidnostnih dogodkov.

- **Dobičkonosnost.**

Dobičkonosnost je odločujočega pomena za preživetje posamezne banke na dolgi rok. Le-ta odraža kvaliteto aktive in virov financiranja, višino stroškov, vrednost franšize ter kvaliteto vodstva in strategije banke. Zaradi navedenega je podrobna analiza revidiranih računovodskih izkazov in njihovih pojasnil ključnega pomena za pravilno razumevanje »resnične« dobičkonosnosti in obetov glede dobička banke. Agencija je zelo pozorna na različne računovodske postopke in standarde, ki se uporabljajo v posameznih državah oziroma njihovih bankah, s čimer želi zagotoviti doslednost analiz. Različne metode vrednotenja, knjiženja ali obravnave prodaje premoženja, davkov, amortizacije in ostalih spremenljivk v izkazu poslovnega izida lahko namreč zelo vplivajo na izkazani dobiček banke. Posledično agencija individualno obravnava vsako postavko, ki vpliva na izkaz poslovnega izida banke, s čimer skuša oceniti »resnično« kvaliteto dobička in s tem ugotoviti verjetnost nadaljnje ohranitve le-tega.

²² *BIS* je kratica za *Bank for International Settlements*.

4.4 Ključne postavke v računovodskih izkazih

V okviru ocenjevanja bank agencija veliko pozornost nameni finančnemu profilu posamezne banke, znotraj katerega analizira temeljne računovodske izkaze in njihova pojasnila ter najpomembnejše finančne kazalnike banke.

Agencija za potrebe analize in ocenitve finančnega profila banke potrebuje revidirane računovodske izkaze, za katere je zaželeno, da so pripravljeni v skladu z MSRP. V primeru, da le-teh banka ne pripravlja, se za potrebe agencije pripravijo tabele prevedbe temeljnih računovodskih izkazov iz domačih računovodskih standardov na MSRP. Tako banka prepreči potencialne napake, do katerih bi lahko prišlo zaradi nerazumevanja domačih standardov s strani agencije, obenem pa omogoči primerjavo poslovnih rezultatov banke skozi časovna obdobja oziroma s primerljivimi bankami. V primeru banke kot matične družbe v skupini agencija zahteva konsolidirane računovodske izkaze.

V nadaljevanju predstavljam postavke v bilanci stanja in izkazu poslovnega izida banke, na katere je agencija še posebej pozorna. Za boljše razumevanje vsebine postavk sem pri vsaki postavki pripisal še angleški izraz.

Tabela 4: Ključne postavke v bilanci stanja (angl. balance sheet items)

Sredstva - aktiva	Assets
• Likvidna sredstva	• Liquid assets
• Depoziti pri banki	• Deposits with bank
• Tržni vrednostni papirji	• Marketable securities
• Krediti	• Loans and advances
• Naložbe v nekotirajoče vrednostne papirje	• Unquoted investments
• Nefinančne odvisne in pridružene družbe	• Non-financial subsidiaries and associates
• Finančne odvisne in pridružene družbe	• Financial subsidiaries and associates
• Osnovna sredstva	• Fixed assets
• Druga sredstva	• Other assets
Obveznosti - pasiva	Liabilities
• Obveznosti do bank	• Interbank liabilities
• Depoziti strank, ki niso banke	• Customer deposits
• Uradni depoziti	• Official deposits
• Druge obveznosti	• Other liabilities
• Srednje- in dolgoročne obveznosti	• Medium/long-term liabilities
Temeljni kapital	Tier I capital
• Vplačani kapital	• Paid-up capital
• Kapital manjšinskih lastnikov	• Minority interests
• Rezerve	• Reserves
Dodatni kapital I	Tier II capital
• Prevrednotovalne rezerve	• Revaluation reserve
• Hibridni kapitalni instrumenti	• Hybrid capital instruments
• Podrejeni dolg z znano zapadlostjo	• Subordinated-term debt

Vir: Capital Intelligence, Advanced Bank Analysis, 2007, str. 50-54.

Tabela 5: Ključne postavke v izkazu poslovnega izida (angl. profit and loss account items)

Prihodki	Income
• Obrestni prihodki	• Interest income
• Opravnine (provizije)	• Fees and commissions
• Prihodki iz trgovanja s tujimi valutami	• Foreign exchange (FX) trading income
• Prihodki iz trgovanja z vrednostnimi papirji	• Dealing securities income
• Prihodki iz drugih naložb	• Other investment income
• Drugi prihodki	• Other income
Odhodki	Expenses
• Obrestni odhodki	• Interest expenses
• Administrativni odhodki	• Administrative expenses
• Amortizacija	• Depreciation
• Drugi odhodki	• Other expenses
• Rezervacije za slabe kredite	• Loan-loss provisions
• Rezervacije za oslabitev naložb	• Provisions for diminution of investment
• Izredne postavke	• Extraordinary items
• Davki in ekvivalenti	• Tax and equivalent

Vir: Capital Intelligence, Advanced Bank Analysis, 2007, str. 46-49.

4.5 Ključni finančni kazalniki

Pri pregledu finančnega profila agencija analizira tudi temeljne finančne kazalnike banke. Izračuni in posledično vrednosti kazalnikov se zaradi specifične metodologije agencije običajno razlikujejo od interno izračunanih kazalnikov banke oziroma kazalnikov, izračunanih po metodologiji centralne banke posamezne države.

V nadaljevanju so predstavljeni glavni finančni kazalniki, ki jih agencija izračunava in analizira v okviru ocenitve banke. Le-ti se nanašajo na štiri osnovna področja bančnih financ: kvaliteta aktive, kapital in kapitalska ustreznost, likvidnost in dobičkonosnost. Za boljše razumevanje vsebine kazalnikov sem pri vsakem kazalniku pripisal še angleški izraz.

Tabela 6: Ključni kazalniki kvalitete aktive (angl. asset quality ratios)

• Rast celotne aktive	• Total assets growth rate
• Rezervacije za slabe kredite/celotni krediti	• Loan-loss provisions/total loans
• Slabi krediti/celotni krediti	• Non-performing loans/total loans
• Rezervacije za slabe kredite/slabi krediti	• Loan-loss provisions/non-performing loans
• Nepreskrbljeni slabi krediti/prosti kapital	• Unprovided non-performing loans/free capital
• Oslabitve za slabe kredite/celotni krediti	• Loan-loss impairment charge/total loans
• Rezervacije za oslabitev naložb/naložbe	• Provisions for diminution of investment/investment
• Krediti povezanim osebam/celotni kapital	• Related party loans/total capital

Vir: Capital Intelligence, Advanced Bank Analysis, 2007, str. 60-61.

Tabela 7: Ključni kazalniki kapitala in kapitalske ustreznosti (angl. capital and capital adequacy ratios)

• Prosti kapital/tehtana tvegana aktiva	• Free capital/risk weighted assets
• Kapitalska ustreznost po BIS standardih	• BIS capital adequacy ratio
• Stopnja temeljnega kapitala po BIS standardih	• BIS Tier 1 capital ratio
• Interno povečanje kapitala	• Internal capital generation
• Rast celotnega kapitala	• Total capital growth rate
• Celotni kapital/celotna aktiva	• Total capital/total assets
• Celotni kapital/celotni krediti	• Total capital/total loans
• Obseg prostega kapitala	• Free capital funds

Vir: Capital Intelligence, Advanced Bank Analysis, 2007, str. 61-62.

Tabela 8: Ključni kazalniki likvidnosti (angl. liquidity ratios)

• Celotni krediti/celotni depoziti	• Total loans/total deposits
• Celotni krediti/depoziti strank, ki niso banke	• Total loans/customer deposits
• Depoziti strank, ki niso banke/celotni depoziti	• Customer deposits/total deposits
• Likvidna sredstva/celotna aktiva	• Liquid assets/total assets
• Aktiva v tuji valuti/pasiva v tuji valuti	• FX currency assets/FX currency liabilities
• Krediti v tuji valuti/depoziti v tuji valuti	• FX currency loans/FX currency deposits
• Terjatve do bank/obveznosti do bank	• Interbank assets/interbank liabilities

Vir: Capital Intelligence, Advanced Bank Analysis, 2007, str. 62-63.

Tabela 9: Ključni kazalniki dobičkonosnosti (angl. profitability ratios)

• Dobiček pred davki/povprečna aktiva (donosnost na aktivo pred davki)	• Profit before tax/average assets (return on assets - ROA before tax)
• Dobiček po davkih/povprečna aktiva (donosnost na aktivo po davkih)	• Profit after tax/average assets (return on assets - ROA after tax)
• Dobiček pred davki/povprečni kapital (donosnost na kapital pred davki)	• Profit before tax/average equity (return on equity - ROE before tax)
• Dobiček po davkih/povprečni kapital (donosnost na kapital po davkih)	• Profit after tax/average equity (return on equity - ROE after tax)
• Stroški financiranja	• Funding cost
• Obrestni prihodki/povprečna obrestonosna aktiva	• Interest income/average earning assets
• Obrestni razmik	• Interest differential
• Neobrestni prihodki/celotni prihodki	• Non-interest income/total income
• Obrestni prihodki/celotni prihodki	• Interest income/total income
• Poslovni odhodki/celotni prihodki	• Operating expenses/total income
• Rast dobička iz poslovanja	• Operating profit growth rate
• Dobiček iz poslovanja/povprečna aktiva	• Operating profit/average assets
• Oslabitve za slabe kredite/dobiček iz poslovanja	• Loan-loss impairment charge/operating profit
• Stopnja izplačila dividend	• Dividend payout ratio
• Celotni stroški/celotni prihodki	• Total cost/total income

Vir: Capital Intelligence, Advanced Bank Analysis, 2007, str. 64-65.

4.6 *Razlike med ocenjevanjem na razvitih in razvijajočih se trgih*

Različna stopnja razvitosti gospodarstva in posledično tudi bančništva med posameznimi državami vpliva na različno obravnavo bank in višino dodeljenih bonitetnih ocen. Razlike med značilnostmi razvitih in razvijajočih se trgov namreč niso zanemarljive ter jih je potrebno upoštevati tudi pri ocenjevanju posamezne banke. V nadaljevanju predstavljam glavne razlike med ocenjevanjem bank na razvijajočih se trgih napram razvitim (Kovač, 2006, str. 51-52):

- **Manjša zanesljivost finančnih podatkov.**

V manj razvitih ekonomijah so finančna razkritja bank manj obsežna, revizijski standardi pa manj strogi, zaradi česar so lahko dostopni finančni podatki zavajajoč vir informacij o poslovanju posamezne banke. Obenem so računovodski izkazi pogosto deležni mnogih sprememb, kar otežuje ali celo onemogoča pravilno ocenitev bančnega poslovanja skozi časovna obdobja.

- **Večji vpliv kapitala in rezervacij na bonitetno oceno.**

Običajno se v razvitih gospodarstvih kvaliteta kreditnega portfelja kot posledica poslovnega cikla poslabša postopoma, zaradi česar ima posamezna banka na razpolago dovolj časa za oblikovanje večjega obsega rezervacij in odpis slabih terjatev, močan vir prihodkov pa ji navedeno omogoča izvesti brez zmanjšanja kapitala. Nasprotno pa v manj razvitih gospodarstvih lahko pride do poslabšanja kvalitete naložb nepričakovano in naenkrat, zaradi česar že tako šibkejši vir prihodkov ne zadostuje za oblikovanje večjega obsega rezervacij in odpis slabih terjatev. Posledično je banka prisiljena izgubo iz odpisanih terjatev pokriti z že oblikovanimi rezervacijami in zmanjšanjem kapitala. Zaradi omenjenega sta višina kapitala in oblikovanih rezervacij na razvijajočih se trgih pomembnejša dejavnika bonitetne ocene kot na razvitih trgih.

- **Večji vpliv države na bonitetno ceno.**

Država igra v razvijajočih se ekonomijah dvojno vlogo glede višine dodeljene bonitetne ocene. V manj razvitih državah je verjetnost propada bank večja, obenem pa imajo le-te običajno tudi slabšo notranjo finančno moč, zaradi česar je verjetnost pomoči države banki v kriznih časih toliko bolj pomemben element bonitetne ocene. V primeru, da ima banka sedež družbe v državi, kjer obstaja interes vlade za intervencijo oziroma pomoč banki, je temeljna bonitetna ocena (dolgoročna kreditna bonitetna ocena) banke kljub nižji oceni finančne moči višja. Hkrati pa ima država tudi negativen oziroma omejevalen učinek na višino ključne bonitetne ocene banke, saj je najvišja možna dolgoročna kreditna bonitetna ocena omejena navzgor oziroma nižja od ocene domicilne države, ki pa je v manj razvitih državah relativno nizka. Posledično imajo na razvijajočih se trgih tudi najboljše banke dokaj nizko temeljno bonitetno oceno, saj so omejene glede višine lastne dolgoročne kreditne bonitetne ocene.

- **Ključna vloga poslovnega okolja pri oceni finančne moči.**

Okolje, v katerem posluje posamezna banka, predstavlja pomemben dejavnik bonitetne ocene, še posebej pa je vloga poslovnega okolja pomembna v primeru razvijajočih se trgov in ocene finančne moči. Za razvijajoče se države je namreč značilno precej nestanovitno politično okolje, kar posledično vpliva tudi na nestabilnost poslovnega okolja. Šibko ali nestabilno okolje poslovanja pa lahko kljub močnemu finančnemu profilu banke negativno vpliva na kvaliteto njenega kreditnega portfelja in s tem tudi na višino ocene finančne moči.

Naj na tem mestu omenim, da mednarodne bonitetne agencije obravnavajo Slovenijo kot razvijajočo se državo, kljub temu, da je Slovenija uspešno zaključila proces tranzicije in prešla iz socialističnega v tržno gospodarstvo. Zavoljo navedenega so agencije pri analizi slovenskih bank pozorne predvsem na dejavnike, na podlagi katerih ocenjujejo banke na razvijajočih se trgih. Posledično je smotno, da slovenske banke že na samem začetku sodelovanja s posamezno agencijo poudarijo gospodarsko in politično razvitost naše države ter konzervativnost centralne banke in njenih predpisov.

5 Finančna kriza in vloga bonitetnih agencij

V pričujočem poglavju je prikazana globalna finančna kriza s poudarkom na nastanku, dosedanjem razvoju in razširitvi krize ter vplivu le-te na realni sektor gospodarstva, obenem pa je predstavljena tudi vloga bonitetnih agencij v času finančne krize.

5.1 *Nastanek in dosedanje razvoj finančne krize*

Vzroki sedanje finančne krize in gospodarske recesije²³ so sicer stari že desetletja, a povod za finančno krizo se skriva v nepremičninski krizi oziroma padcu cen nepremičnin v ZDA v sredini leta 2006. Prvi znaki finančne krize so se pokazali spomladi leta 2007, pri čemer so bili le-ti sprva postopni, z nekajmesečnimi presledki in občutkom, da se pojavljajo izolirano oziroma le v nekaterih državah (npr. ZDA in Velika Britanija), kasneje pa so si znaki prihajajoče katastrofe sledili v vse manjših časovnih razmikih. Poku nepremičninskega balona aprila leta 2007 so tako v nekajmesečnih presledkih sledili prvi stečaji velikih finančnih institucij in poskus oživljanja ameriškega gospodarstva z davčno razbremenitvijo. Poleti leta 2008 so dosegle vrh cene nafte in drugih surovin, predvsem kmetijskih in prehrabnih, ameriški dolar pa je dosegel najnižjo raven napram evru. Od začetka septembra leta 2008 pa so si kritični dogodki na finančnem področju začeli slediti s čedalje večjo naglico. Posledice le-teh je že mogoče čutiti tudi v realnem sektorju gospodarstva.

²³ Po napovedih Mednarodnega denarnega sklada (angl. *International Monetary Fund* ali *IMF*) naj bi se v letu 2009 svetovni BDP zmanjšal za 0,5 do 1,0 %, pri čemer naj bi se BDP v ZDA zmanjšal za 2,6 %, v območju evra za 3,2 %, v razvitih državah za 3,0 do 3,5 %, v državah v razvoju pa naj bi se povečal za 1,5 do 2,5 % (Global Economic Policies and Prospects, 2009, str. 8).

Po mnenju mnogih strokovnjakov je bil ključni razlog končnega padca svetovnega finančnega sistema stečaj ameriške investicijske banke Lehman Brothers 15. septembra 2008. Ameriška vlada banke ni hotela rešiti s finančno injekcijo, s čimer je želela opozoriti ostale udeležence na finančnem trgu, da naj v podobnih situacijah ne računajo na pomoč države. S tem ravnanjem je vlada le še potencirala strah, nezaupanje in paniko na borzah. Posledično so borzni indeksi povsod po svetu doživeli največje padce doslej, svetovni finančni sektor je zajela nelikvidnost, postopno pa mnoge institucije tudi nesolventnost. Tako smo bili priča propadu treh od petih največjih ameriških in obenem tudi svetovnih investicijskih bank, preostali dve pa sta se povezali s komercialnimi bankami in se preoblikovali v univerzalni banki. Investicijsko bančništvo je v obliki, ki smo jo poznali, izginilo (Štiblar, 2008, str. 19-20).

Svetovna finančna kriza, ki se je razvila iz nepremičninske krize v ZDA in se nato prenesla na finančno področje, se širi v dveh smereh. In sicer prek ZDA v Evropo in ostale dele sveta ter iz finančnega sektorja nazaj v realni sektor gospodarstva, kjer se je z razraščanjem hipotekarnih posojil in posledično pokom nepremičninskega oziroma hipotekarnega balona tudi začela. Do slednjega je prišlo zaradi listinjenja ali sekuritizacije (angl. *securitization*). Listinjenje je finančna tehnika, ki omogoča preoblikovanje denarnega toka iz manj likvidnih naložb (posojila) v visoko likvidne naložbe (vrednostni papirji), ki se nato prodajo investitorjem. Obstaja več oblik listinjenja, pri čemer se bom osredotočil na (z vidika nastanka finančne krize) najpomembnejšo obliko, t.j. listinjenje kot proces izdajanja vrednostnih papirjev, zavarovanih s hipotekami (angl. *mortgage backed securities* ali *MBS*). Tovrstni vrednostni papirji so poznani tudi kot hipotekarne obveznice, izdane na osnovi listinjenja.²⁴

Postopek sekuritizacije se prične z zbiranjem in združevanjem bančnih terjatev iz naslova dolgoročnih posojil (v našem primeru hipotekarnih posojil) z določenimi skupnimi lastnostmi (npr. višina obrestne mere, obseg glavnice, doba zapadlosti ipd.). Tako se oblikujejo t.i. paketi oziroma zbiri (angl. *pool*) posojil, znotraj katerih so združena posojila s čim bolj podobnimi lastnostmi. Tovrstne pakete banka proda posebni finančni instituciji. Na osnovi zbira hipotekarnih kreditov kupci bančnih terjatev izdajo *MBS*, katerih lastnosti so odvisne od lastnosti posojil v paketu. Tovrstni vrednostni papirji se prodajo investitorjem za gotovino, proces listinjenja pa je zaključen, ko se s kupnino od prodanih vrednostnih papirjev poravnava kupnina za odkupljene terjatve (Fabozzi & Modigliani, 1992, str. 19-20; Košmerlj, 2002, str. 11-12).

V proces listinjenja so vključeni najmanj trije subjekti (banka kot prodajalec terjatev, izdajatelj vrednostnega papirja in investitor), vendar običajno v procesu sodelujejo še mnogi drugi posredniki. Udeležence pri listinjenju in njihove vloge predstavljam v nadaljevanju (Mejač-Krassnig, 1996, str. 13-16; Štiblar, 2008, str. 86-87):

²⁴ Poleg *MBS* pri procesu listinjenja nastajajo tudi druge oblike dolžniških finančnih instrumentov, pri čemer bi izpostavil vrednostne papirje, zavarovane s premoženjem (angl. *asset backed securities* ali *ABS*). Ti so zavarovani z različnimi terjatvami (npr. s terjatvami iz naslova kreditnih kartic, avtomobilskih posojil, potrošniških kreditov).

- **Banka.**

Komercialne in hipotekarne banke odobravajo hipotekarna posojila kupcem nepremičnin, nato pa odobrene kredite oziroma terjatve prodajajo izdajateljem *MBS* za gotovino. Banka kot kreditodajalec proda slabo likvidne terjatve in na ta način sprosti del premoženja iz premoženjske bilance. Na razpolago dobi dodatna likvidna sredstva, ki jih lahko poljubno uporabi za druge namene. Tako ima banka namesto nelikvidnih dolgoročnih hipotekarnih posojil na aktivih denar, hkrati pa za ta del premoženjske bilance ni več izpostavljena kreditnemu tveganju.

- **Izdajatelj.**

Izdajatelj vrednostnih papirjev, zavarovanih s hipotekami, je obenem tudi kupec hipotekarnih kreditov. Izdajatelj kupuje bančne terjatve z gotovino, ki jo pridobi s prodajo *MBS* investitorjem. V ZDA so tovrstni izdajatelji predvsem vladne agencije, med katerimi so nekatere v popolni lasti države (npr. *GNMA*²⁵), druge, ki so sicer v zasebni lasti in organizirane kot delniške družbe s pooblastili ameriškega kongresa, pa so samo sponzorirane s strani države (npr. *FNMA*²⁶, *FHLMC*²⁷).

- **Investitor.**

Investitorji, ki kupujejo *MBS* od izdajatelja z gotovino, so običajno institucionalni investitorji (npr. pokojninski skladi, zavarovalnice, hranilnice, banke itd.), medtem ko majhni investitorji vlagajo v takšne vrednostne papirje praviloma le preko vzajemnih skladov. Investitorji kupujejo tovrstne vrednostne papirje predvsem zaradi njihove likvidnosti, jamstva države in drugih institucij ter privlačne donosnosti.

- **Upravljavec terjatve.**

Upravljavec terjatve je s strani izdajatelja najeta oseba, ki vodi odplačevanje bančnih posojil.²⁸

- **Upravljavec vrednostnega papirja.**

Upravljavec vrednostnega papirja zavarovanega s hipoteko deluje v dobro investitorja, zaradi česar mora poskrbeti, da investitor od izdajatelja prejme plačilo po dogovorjenih pogojih.

- **Prevzemnik.**

Prevzemniki (angl. *underwriter*) so predvsem investicijske banke, ki pregledajo terjatev, strukturirajo vrednostni papir, določijo njegovo ceno, določijo posrednike za pomoč pri prodaji vrednostnega papirja itd.

²⁵ *GNMA* je kratica za *Government National Mortgage Association* ali *Ginnie Mae*.

²⁶ *FNMA* je kratica za *Federal National Mortgage Association* ali *Fannie Mae*.

²⁷ *FHLMC* je kratica za *Federal Home Loan Mortgage Corporation* ali *Freddie Mac*.

²⁸ Mnogokrat pravico do vodenja odplačevanja bančnih posojil zadrži banka.

- **Bonitetna agencija.**

Bonitetna agencija dodeli bonitetno oceno vrednostnemu papirju, zavarovanemu s hipoteko, pri čemer ocena izhaja iz ocene terjatve in ne iz ocene izdajatelja. Agencija torej ne ocenjuje izdajatelja *MBS*, temveč hipoteko, ki služi kot zavarovanje kredita kupca nepremičnine oziroma kot zavarovanje tovrstnega vrednostnega papirja.

- **Porok.**

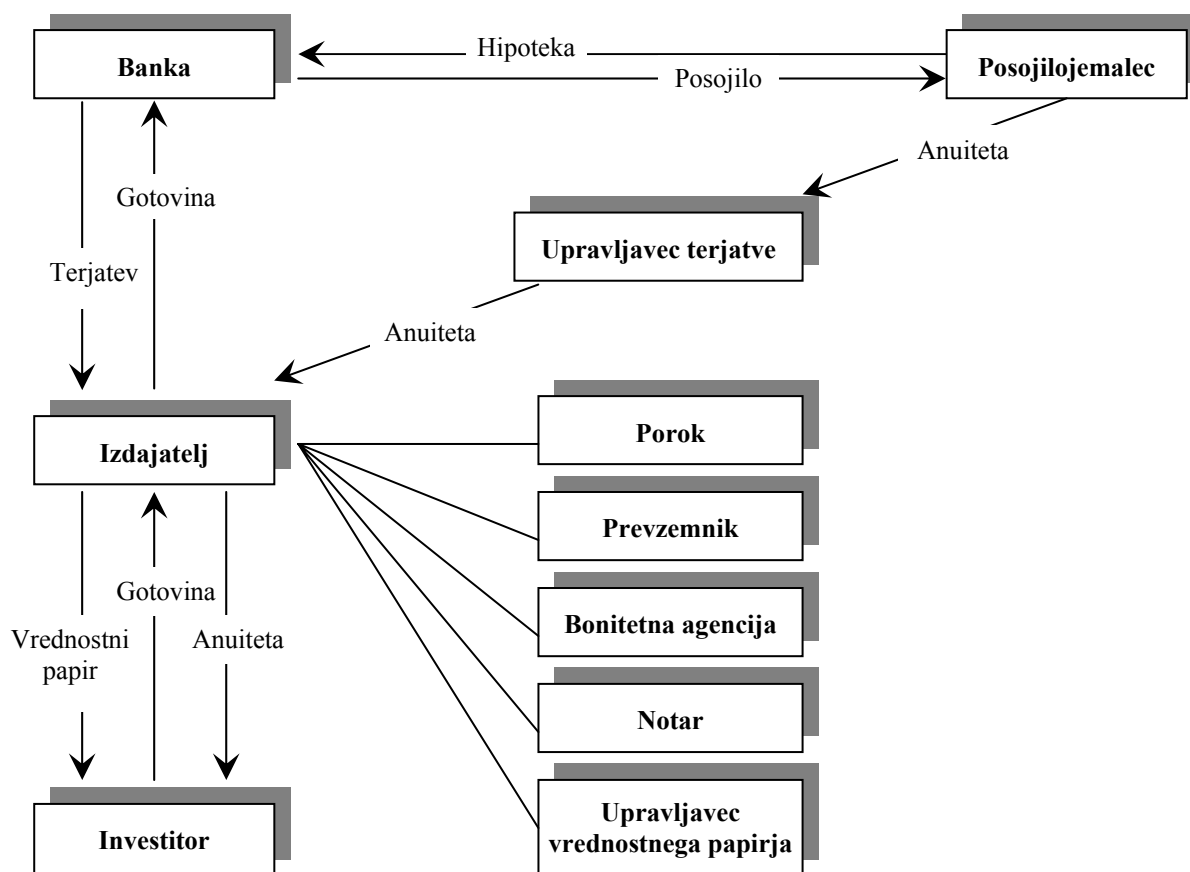
Porok, običajno je to zavarovalnica ali komercialna banka, prevzame kreditno tveganje, kateremu je izpostavljen izdajatelj oziroma investitor. S tem se tudi zviša bonitetna ocena hipotekarne obveznice, izdane na osnovi listinjenja.

- **Notar.**

Notar je s strani izdajatelja najeta oseba, ki je zadolžena za pripravo dokumentov, potrebnih za izdajo *MBS*, in za vzpostavitev razmerij med udeleženci listinjenja.

V nadaljevanju je prikazan poenostavljen proces listinjenja z njegovimi udeleženci.

Slika 4: Poenostavljen prikaz procesa listinjenja



Vir: Lastni prikaz.

Terjatve iz naslova hipotekarnih posojil poleg osnove za izdajo *MBS* predstavljajo tudi vir za odplačevanje obveznosti izhajajočih iz *MBS* (glej Sliko 4). Denarni tok iz naslova terjatev, imenovan osnovni denarni tok, je bolj ali manj podrejen denarnemu toku iz naslova *MBS* oziroma izvedenemu denarnemu toku. Glede na način posredovanja osnovnega denarnega toka investitorju oziroma glede na lastnosti izvedenega denarnega toka ločimo pretočno (angl. *pass-through*) in plačilno (angl. *pay-through*) metodo ter v tem okviru pretočne (angl. *pass-through securities*) in nepretočne (angl. *collateralised mortgage obligation*) obveznice. Po pretočni metodi investitor z nakupom *MBS* kupi tudi proporcionalni delež posojil. Tako investitor nase prevzame kreditno tveganje, saj postane lastnik terjatev, kateremu pripada sleherni denarni tok, izhajajoč iz terjatev (osnovni denarni tok je neposredno podrejen izvedenemu denarnemu toku), izdajatelj kot prodajalec terjatev²⁹ pa se sooči z vlogo skrbnika terjatev v imenu investitorja. Na drugi strani je plačilna metoda novejša in redkeje uporabljena metoda posredovanja osnovnega denarnega toka, pri kateri je le-ta posredno podrejen izvedenemu denarnemu toku. V tem primeru investitor ne postane lastnik terjatev, temveč prevzame vlogo posojilodajalca, pri katerem se z izdajo *MBS* zadolži izdajatelj z namenom pridobiti sredstva za odkup terjatev. Izdajatelju tako ostane funkcija lastnika terjatev in s tem nosilca kreditnega tveganja, za svoje delovanje pa je tudi davčno obremenjen (Mejač-Krassnig, 1996, str. 23-25).

Glede značilnosti kritja s hipotekarnim premoženjem je »ameriška« hipotekarna obveznica, izdana na osnovi listinjenja (*MBS*), zelo podobna oziroma sorodna »evropski« hipotekarni obveznici. Element pokritosti pa je tudi edina stična točka med obema vrstama vrednostnih papirjev. Temeljna razlika je v tem, da se v (pogojno rečeno) ameriškem modelu hipotekarni krediti prodajo, pri čemer kupec kreditov (izdajatelj) oziroma investitor v *MBS* postane tudi lastnik hipotekarnih kreditov in s tem upnik kreditojemalcev. Na ta način se tudi kreditno in ne samo obrestno tveganje prenese na kupca kreditov (izdajatelja) oziroma investitorja v *MBS*, odvisno od metode posredovanja osnovnega denarnega toka. V (pogojno rečeno) evropskem modelu je imetnik hipotekarne obveznice upnik banke kot izdajatelja, le-ta pa obdrži hipotekarne kredite v svojem portfelju (More, 2001, str. 6; More, 2003, str. 2).

Seveda to ni edina obstoječa razlika, je pa ključna. Omenjam jo zgolj zaradi tega, da se »ameriška« hipotekarna obveznica ne bi enačila z »evropsko« hipotekarno obveznico. Slednja je namreč z vidika investitorja zelo varen vrednostni papir, česar pa ne moremo zagotovo trditi za *MBS*. Kreditna kvaliteta hipotekarne obveznice, izdane na osnovi listinjenja, je v odvisnosti od njene strukture lahko zelo različna (od visoke pa tudi do takšne, ki za investitorja predstavlja večje kreditno tveganje). Pogojev za izdajo *MBS* namreč ne omejujejo stroga pravila, kot je to značilno za »evropsko« hipotekarno obveznico.³⁰

²⁹ Tovrstne institucije imenujemo podjetja za prenos (angl. *special purpose vehicle* ali *SPV*), ki po ameriški davčni zakonodaji zaradi svoje »pasivnosti« niso obdavčena.

³⁰ Proces oziroma model listinjenja ne predvideva posebnega nadzora nad *MBS* ter ne vsebuje predpisov in pravil o ocenjevanju nepremičnin, višini odobrenega hipotekarnega posojila, izraženega v odstotkovni vrednosti zadevne nepremičnine (angl. *loan-to-value ratio* ali *LTV ratio*), kvaliteti kritnega premoženja itd. (Lassen, 2002, str. 53; Lambert, 2002, str. 23).

Listinjenje oziroma preoblikovanje hipotekarnih posojil v vrednostne papirje, zavarovane s hipotekami, ima v osnovi le eno funkcijo, t.j. razpršitev tveganja. Lahko bi celo dejali, da listinjenje skrije tveganje osnovnega posla (hipotekarno posojilo) in njegov izvor. Tveganja namreč ni mogoče odpraviti z nikakršnim finančnim instrumentom, lahko se kvečjemu prenaša oziroma razprši med nosilci. Prodaja bančnih terjatev in s tem prenos tveganj iz osnovnega posla na ostale udeležence povečuje likvidnost v bančnem sistemu, hkrati pa posojilno aktivnost bank izmakne strogi kontroli centralnih bank, s čimer postane nadzor nad bankami nepomemben in nemočen. Povečana likvidnost bankam omogoči povečanje obsega poslov in posledično dobičkov. Banka namreč s prodajo terjatve iz hipotekarnega posojila pridobi dodatna likvidna sredstva, ki jih v želji po čedalje večjem dobičku uporabi za sklepanje novih poslov. Poleg tega banka zaradi dobičkonosne naravnosti pretirava z oceno vrednosti hipoteke in odplačilne sposobnosti posojilojemalca, saj želi prodati čim več hipotekarnih posojil in s tem tveganje nevračila danega kredita prenesti na kupca kreditov (izdajatelja *MBS*) oziroma investitorja (kupca *MBS*), odvisno od metode posredovanja osnovnega denarnega toka. Kot že omenjeno, v večini primerov se kreditno tveganje prenese na investitorja (pretočna metoda posredovanja osnovnega denarnega toka), ki pa ni seznanjen s tveganji, ki se skrivajo v tovrstnih hipotekarnih vrednostnih papirjih. Prodana posojila so izločena iz bilance banke, s čimer ostaja velikost aktive (dana posojila) znotraj okvirja, ki ga po predpisanih baselskih standardih dovoljuje kapital banke. Na drugi strani pa kupci oziroma novi lastniki posojil (izdajatelji) niso pod dovolj strogim nadzorom centralnih bank in drugih nadzornih institucij (npr. zanje ne veljajo predpisi o maksimalni izpostavljenosti tveganjem). Tako lahko le-ti v nedogled kupujejo hipotekarna posojila ter na tej osnovi izdajajo in prodajajo hipotekarne vrednostne papirje in z njimi pripadajoča tveganja. Posledično se v tovrstnih finančnih institucijah sproži proces napihovanja finančnega balona.

V osnovi bi lahko posojilodajalec (banka) neposredno posodil denar posojilojemalcu (kupec nepremičnine), vendar se namesto tega preko listinjenja med njiju vrine ogromno posrednikov, od katerih ima v procesu listinjenja vsak svojo vlogo. Vsak akter za opravljeno storitev zaračuna provizijo, s čimer stroški posameznega posla naraščajo. Naraščajoči stroški pa se lahko poplačajo le, če narašča tudi tržna cena hipoteke oziroma nepremičnine. Z izjemo investitorja imajo vsi udeleženci listinjenja motiv za čim večji obseg odobrenih posojil, zaradi česar se povečuje povpraševanje po nepremičninah in posledično viša tudi njihova cena. Vzporedno s finančnim balonom se tako napihuje tudi nepremičninski oziroma hipotekarni balon.

Ameriške banke so sicer vedele, da posojilojemalci hipotekarnih posojil ne bodo zmožni odplačati, a jih to ni pretirano skrbelo, saj so dana posojila in z njimi povezano tveganje nevračila v odvisnosti od metode posredovanja osnovnega denarnega toka prenesli na izdajatelje oziroma investitorje. Slednji so se izkazali za naivne kupce, ki tovrstnih instrumentov in z njimi povezanih tveganj niso dovolj dobro poznali. Zaradi dobre prodaje *MBS* (kupovale so jih celo najbolj konzervativne švicarske banke in centralne banke v Evropi) in želje po dobičku so postajale ameriške banke čedalje bolj »pogumne«. Tako so začele odobravati posojila v vedno večjem obsegu in velikosti, obenem pa so začele kreditirati tudi

plačilno manj sposobne posojilojemalce. Celotna »piramidna shema« je slonela na predpostavki, da bodo kupci nepremičnin zmožni odplačevati najeta hipotekarna posojila, slednje pa bi bilo izvedljivo le ob nadaljnji rasti cen nepremičnin. Leta 2006 je počil prvi nepremičninski balon, s tem pa je prišlo tudi do poka finančnega balona. »Piramidna shema« se je podrla, saj posojilojemalci zaradi nižjih tržnih cen nepremičnin niso bili več sposobni redno odplačevati anuitet posojil, posledično pa tudi hipotekarne obveznice, izdane na osnovi listinjenja, niso bile več servisirane. Zaradi navedenega ter skritih in negotovih tveganj v tovrstnih obveznicah so imetniki pričeli le-te naglo prodajati, kar pa je le še dodatno znižalo njihovo ceno, saj nihče ni želel kupiti »mačka v žaklju«. Hipotekarne obveznice, izdane na osnovi listinjenja, so tako postale nelikvidne, zaradi česar so finančne ustanove kot imetnice *MBS* ostale na aktivih z nelikvidnimi sredstvi. Tovrstnim finančnim ustanovam je grozil propad zaradi nelikvidnosti, zato so se želele dodatno zadolžiti na posojilnem trgu, kjer pa je likvidnosti zmanjkalo. Banke namreč niso bile več pripravljene posojati denarja drugim finančnim institucijam, saj jih je skrbelo, da posojenega denarja ne bodo dobile nazaj. Posledično se je vmešala ameriška centralna banka, ki je finančnim družbam zagotovila dodatno likvidnost in s tem preprečila zlom celotnega ameriškega bančno-finančnega sistema. Podobno so ravnale tudi ostale centralne banke po svetu. A navedeno ne predstavlja končne rešitve. Centralne banke, predvsem *FED* in *ECB*³¹, na ta način le »vbrizgavajo« dodatno likvidnost v sistem, kar lahko naknadno (po ureditvi razmer) pripelje do višje inflacije. Pot k rešitvi krize se skriva v vzpostavitvi ponovne prodajljivosti *MBS*. Trenutno namreč za tovrstne vrednostne papirje sploh ni povpraševanja oziroma cene. Za ponovno vzpostavitev prodajljivosti oziroma cene bi bila potrebna intervencija države, pri čemer bi finančne ustanove neprodajljive *MBS* prodale državi za gotovino, preko trgovanja z državo pa bi se znova vzpostavila njihova cena. Nezaupanje v tovrstne obveznice lahko namreč odpravi zgolj država z začetkom njihovega odkupovanja. Ko bi se jim s pomočjo povpraševanja države ponovno oblikovala cena, predpostavljamo, da bi jih začeli zopet kupovati tudi drugi subjekti. Posledično bi se denar iz »domačih hranilnikov« vrnil v obtok, posojilni trg bi znova zaživel in nevarnost finančnega kolapsa bi bila odpravljena. Tako vsaj upajo ustvarjalci ameriškega reševalnega oziroma stimulacijskega paketa,³² medtem ko so pesimisti malce zadržani do omenjene rešitve, a to je že druga tema (Štiblar, 2008, str. 87-91).

Naj na tem mestu omenim, da se je v ZDA zaupanje vlagateljev v *MBS* za kratek čas omajalo že leta 2003, ko so v *FHLMC* odkrili računovodske nepravilnosti, zaradi pomanjkljivega sodelovanja z revizorji pa je bila odpuščena skoraj celotna uprava agencije. *FHLMC* je bila nemudoma deležna nižjih bonitetnih ocen s strani bonitetnih agencij, posledično je bil opazen premik kapitala iz *MBS* v varnejše državne obveznice, škodo pa so utrpeli tudi delničarji agencije, saj je vrednost njenih delnic v enem dnevu padla kar za okoli 20 % (Gostiša & Grahek, 2003, str. 21).

³¹ ECB je kratica za Evropsko centralno banko (angl. *European Central Bank*).

³² Ameriški senat je potrdil reševalni paket v višini 700 milijard USD oktobra leta 2008, stimulacijski paket v višini 787 milijard USD pa februarja leta 2009 (Gospodarstvo v svetu, 2009; Gospodarstvo, 2009).

Trenutno globalno finančno krizo lahko v določenih pogledih primerjamo celo z veliko depresijo iz 30-ih let prejšnjega stoletja, saj so si v obeh primerih dogodki sledili zelo podobno. Velika depresija se je začela leta 1925, prav tako s pokom nepremičninskega balona, kateremu je sledil borzni zlom leta 1929, temu pa velika ameriška in svetovna gospodarska kriza vse do leta 1933,³³ ko je takratni novoizvoljeni ameriški predsednik Franklin Roosevelt predstavil program ukrepov za ublažitev posledic svetovne gospodarske krize v ZDA oziroma t.i. *New Deal*. Kljub podobnosti pa obstaja upanje, da bodo finančne intervencije vlad in centralnih bank preprečile kolaps finančnega sistema oziroma kolaps, ki bi bil podoben tedanji gospodarski depresiji. Tovrstnih ukrepov v času velike depresije namreč ni bilo (Štiblar, 2008, str. 20).³⁴

5.2 Razširitev finančne krize

• Evropa.

Evropa ni imuna na dogodke v ZDA. Nasprotno, evropski finančni sistem (banke, zavarovalnice, centralne banke in ostale finančne družbe) je tovrstnim dogodkom zelo izpostavljen, saj beleži v svojih bilancah visoke naložbe v *MBS*, obenem pa je posojilno bolj izpostavljen kot ZDA.³⁵ Prvi znaki finančne krize so se v Evropi pojavili poleti 2008, oktobra istega leta pa so širom Evrope že bili sprejeti in izvedeni mnogi ukrepi za reševanje oziroma ublažitev krize.

V nadaljevanju predstavljam ključne dogodke v Evropi v zvezi s širitvijo finančne krize in ukrepi za njeno odpravo oziroma ublažitev (Štiblar, 2008, str. 95-97):

- Septembra oziroma oktobra leta 2008 so bile »gasilske« pomoči s strani držav in centralnih bank deležne sledeče banke: Fortis (Belgija, Nizozemska, Luksemburg), Dexia (Francija, Belgija), Bradford & Bingley (Velika Britanija), Hypo Real Estate (Nemčija), Glitnir, Kaupthing, Landsbanki (Islandija) itd. Obenem se je okrepila tudi kriza na trgu nepremičnin, predvsem v Veliki Britaniji, Španiji in na Irskem.
- Oktobra leta 2008 je Islandija prejela pomoč od Rusije v višini 4 milijarde USD, novembra istega leta pa še s strani Mednarodnega denarnega sklada v višini 2,1 milijarde USD in skandinavskih držav v višini 2,5 milijarde USD.
- Oktobra leta 2008 je Irska kot prva država uvedla polno državno poroštvo za bančne depozite, nekaj dni kasneje ji je sledila Grčija, zatem pa po dogovoru še preostale članice EU, saj bi v nasprotnem primeru prišlo do nelojalne konkurence oziroma prenosa depozitov v države, kjer je za le-te vzpostavljena polna državna garancija.

³³ V času velike depresije se je proizvodnja v ZDA zmanjšala za četrtno, brezposelnost pa je znašala 25 %.

³⁴ *FED* je celo povečala restriktivnost monetarne politike in s tem krizo le še dodatno poglobila.

³⁵ Razmerje med krediti in depoziti v evropskem bančnem sektorju znaša 1,4 (140 %), medtem ko je taisto razmerje v ZDA le 0,9 (90 %).

- Oktobra leta 2008 so se voditelji Velike Britanije, Francije, Nemčije, Italije in Luksemburga sestali s predsednikoma ECB in evropske komisije ter razpravljali o prihodnjih korakih za rešitev krize. Francija se je po vzoru ameriškega paketa zavzela za koordinirano skupno akcijo vseh članic EU, vendar je Nemčija nasprotovala skupnemu skladu za EU, saj bi morala sama vanj vplačati največ denarja. Posledično so posamezne države oblikovale lastne sklade za garancije in dokapitalizacijo bank.³⁶ So se pa voditelji držav dogovorili za večji nadzor in regulacijo, večjo odgovornost, večjo prilagodljivost pakta za stabilnost (ker bodo države morale za reševanje svojih finančnih ustanov povečati proračunski primanjkljaj), omilitev protimonopolne evropske zakonodaje (ker bo reševanje potekalo tudi prek prevzemov propadlih finančnih ustanov s strani preživelih finančnih družb), hkrati pa so odobrili tudi ustanovitev 30 milijard EUR velikega sklada za pomoč majhnim in srednjim podjetjem v EU, ki zaradi krize in posledično posojilnega krča nimajo dovolj denarja niti za normalno poslovanje.
- V oktobru leta 2008 so skoraj vse razvite evropske države z garancijami in dokapitalizacijami reševale svoje vodilne banke, zavarovalnice in druge finančne družbe, pri čemer je samo EMU³⁷ vložila v banke 1.873 milijard EUR.
- Francija in Velika Britanija sta dokapitalizirali in s tem nacionalizirali vse svoje največje banke, precej bank so nacionalizirali tudi v Islandiji, Belgiji, Irskem, Nizozemskem, Skandinaviji, Italiji in Španiji, nekaj bank pa je dokapitalizirala tudi Nemčija.
- Voditelji držav EU27 in EMU so se proti koncu leta 2008 in v začetku leta 2009 večkrat sešli z namenom oblikovanja enotnega pristopa k reševanju finančne krize, voditelji EU pa so se sestali tudi z ZDA, Kitajsko in drugimi azijskimi silami. Tako so med drugim poenotili stališča glede ukrepov za povečanje stabilnosti finančnega sistema ter povečanje likvidnosti in medsebojne koordinacije z drugimi državami, poleg tega pa so oblikovali tudi skupne zahteve glede izboljšanja nadzora in regulacije ter večje vloge *IMF* pri pomoči prizadetim državam. Je pa že sedaj jasno, da se bodo ZDA upirale bolj radikalnim spremembam svetovnega finančnega sistema, saj bi s tem lahko izgubile vodilno vlogo v finančnem svetu.

V nadaljevanju podajam pregled razširitve finančne krize po posameznih regijah (Štiblar, 2008, str. 97-99):

- **Japonska.**

Japonske banke so se po koncu 15-letne finančne krize in gospodarske recesije okrepile ter želijo imeti ključno vlogo pri reševanju in prevzemanju bank v ZDA in drugod po svetu. Kljub boljši »kondiciji« japonskega bančno-finančnega sistema napram ostalim državam je

³⁶ Slovenski parlament je novembra leta 2008 sprejel novelo zakona o bančništvu, s katero je do konca leta 2010 uvedeno neomejeno jamstvo države za bančne vloge. Poleg tega pa je bila sprejeta tudi novela zakona o javnih financah, v skladu s katero lahko država do konca leta 2010 kreditnim ustanovam izda poročstva za skupaj 12 milijard EUR.

³⁷ EMU je kratica za Evropsko monetarno unijo.

njihova vlada vseeno sprejela fiskalni paket spodbud. Borzni indeksi so dosegli najnižje vrednosti po letu 2003, nacionalna valuta jen pa je najmočnejša v zadnjih 13 letih.

- **Azija.**

Države, ki so bile med azijsko krizo v letih 1997-1998 najbolj prizadete, so sedaj najbolj pripravljene na izzive trenutne svetovne finančne krize. Med le-te spadajo Tajsko, Indonezija, Malezija, Filipini in Južna Koreja. Države izvoznice nafte imajo sicer velike devizne rezerve, vendar jih lahko padec cen nafte neposredno prizadene.

- **Kitajska.**

Največja azijska velesila je zaradi kontrole kapitalskih tokov manj prizadeta v finančni krizi. A kljub temu so se borzni indeksi zelo znižali, centralna banka je večkrat znižala temeljno obrestno mero, vlada pa je sprejela paket fiskalnih spodbud v višini preko 560 milijard USD. Kitajska, četrto največje svetovno gospodarstvo, ima pozitivno plačilno bilanco in približno 2000 milijard USD deviznih rezerv, kar ji daje dobre temelje za spodbujanje gospodarstva in odpornost do finančne krize. Sprejeti pa so bili tudi ukrepi za spodbujanje povpraševanja po nepremičninah in zaščito bank.

- **Latinska Amerika in Karibi.**

Regija je zaradi preteklih izkušenj pri reševanju finančnih kriz bolj pripravljena na sedanjo krizo. Za države regije so značilne pozitivne plačilne bilance, akumulirane rezerve in proračunski presežki. V malce slabšem stanju je le Argentina, ki je med drugim poddržavila pokojninske sklade. Kljub navedenemu je kriza posredno prizadela tudi to regijo, kar se odraža predvsem v zmanjšanju nakazil zdomcev, počasnejši rasti izvozne industrije ter padcu turizma in cen surovin.

- **Afrika.**

Države »črne« celine so upale, da se bodo finančni krizi in recesiji v veliki meri izognile, saj niso vpete v finančne trge, investirajo v lastno ekstraktivno industrijo, proizvodnja in izvoz surovin pa nista tako zelo ciklično pogojena. Kljub omenjenemu je svetovna kriza prizadela tudi Afriko, čeprav neposredno manj kot druge celine in le delno posredno. Recesija bo neposredno najbolj prizadela socialno ogrožene ljudi, medtem ko so zaradi krize veliki investicijski projekti že odloženi. Posredne posledice krize pa so vidne zlasti preko padca cen surovin, zmanjšanja nakazil zdomcev, odsotnosti posojilnih tokov in neposredne pomoči.

- **Oceanija.**

V Oceaniji so zaradi anglosaškega finančnega sistema ogrožene borze in avstralski dolar, finančne institucije posedujejo »strupene« finančne instrumente, tako Avstralija kot tudi Nova Zelandija pa finančno ukrepata v podporo bank.

5.3 *Vpliv finančne krize na realni sektor*

Sedanja svetovna finančna kriza je največja finančna kriza po veliki depresiji v 30-ih letih prejšnjega stoletja. V okviru trenutne krize so (bodo) najbolj prizadete gospodarsko in finančno najbolj razvite države, medtem ko je (bo) vpliv krize na nerazvite oziroma razvijajoče se države milejši in opazen z zamikom. Pri tem je potrebno omeniti, da je (bo) v razvitem svetu kriza prizadela tako finančni kot realni sektor, v manj razvitih državah pa je (bo) vplivala predvsem na realni sektor gospodarstva. Nepremičninski balon je sicer rasel v realnem sektorju gospodarstva, napihovali pa so ga tudi finančniki. Njegov pok je povzročil krizo v finančnem sektorju, vendar pa kriza ne ostaja omejena le na finančni sektor, temveč s pomanjkanjem likvidnosti in posledično manjšo posojilno podporo gospodarstvu vpliva tudi na realni sektor svetovnega gospodarstva. Če je finančna kriza omejena le na aktivne udeležence finančnega trga, recesija prizadene prav vse ljudi. Gospodarsko recesijo, ki je bila v letu 2007 že na vidiku, finančna kriza le še pogloblja in podaljšuje, vprašanje je le, do katere mere.³⁸

Znaki finančne krize oziroma napovedovalci gospodarske recesije so: počasnejša gospodarska rast v svetu, umirjanje inflacije, manjša mednarodna menjava, počasnejša rast svetovne trgovine, padec cen surovin, padec indeksa transportnih cen, zmanjšanje števila gradenj novih nepremičnin, padec prodaje avtomobilov, posojilni krč (angl. *credit crunch*), padec borznih indeksov in hedge skladov, padec pomoči revnim državam, padec indeksa potrošniške klime itd. (Štiblar, 2008, str. 106-107).

Za zaključek bi rad izrazil še svoje mnenje glede vloge medijev pri razvoju finančne krize. Menim namreč, da so mediji z »bombastičnim« poročanjem o finančni krizi ne le informirali, temveč z načinom in pogostostjo poročanja tudi vnašali dodaten nemir in paniko med ljudi ter le še potencirali oziroma pripomogli k poglobitvi krize. Prepričan sem, da je zaradi prenapihnjene in preobsežnega poročanja medijev marsikdo dvignil svoje bančne vloge (in tako vplival na slabšo likvidnost in posledično posojilni krč bank), prodal vrednostne papirje oziroma točke vzajemnih skladov (in s tem vplival na padec borznih indeksov), začel intenzivneje varčevati in manj trošiti (in posledično vplival na znižanje inflacije in počasnejšo gospodarsko rast) itd. Že drži, da mediji zaradi preživetja oziroma želje po dobičku stremijo k objavljanju predvsem ekskluzivnih, »žgečkljivih« in slabih novic, pri čemer novice, navezujoče se na finančno krizo, spadajo med slednje, a po mojem mnenju bi vseeno morali vzeti v obzir morebitne posledice svojega poročanja in bolj smotrno selekcionirati objavljene novice ter s tem izkazati večjo odgovornost do obveščanja in osveščanja družbe.

³⁸ Zaradi psiholoških razlogov se danes pri napovedovanju kriznega stanja v gospodarstvu namesto termina depresija uporablja termin poglobljena oziroma podaljšana recesija.

5.4 *Vloga bonitetnih agencij v finančni krizi*

V zadnjem času smo priča najbolj razburkanemu dogajanju na svetovnih finančnih trgih po veliki depresiji v 30-ih letih prejšnjega stoletja. Zaradi nepremičninske krize v ZDA in v tem okviru poslabšanja kvalitete odobrenih hipotekarnih posojil kupcem nepremičnin so se drastično znižale tržne cene »okuženih« hipotekarnih vrednostnih papirjev, kar je vzbudilo zaskrbljenost in omajalo zaupanje udeležencev na finančnih trgih v bonitetne ocene različnih strukturiranih finančnih instrumentov, zavarovanih s hipotekami. Tovrstni vrednostni papirji so sicer bili deležni precejšnjih znižanj bonitetnih ocen, a občutek, da bi bonitetne agencije lahko ukrepale hitreje in preprečile oziroma omejile posledice finančne krize, ostaja. Udeleženci na finančnih trgih se tako lahko upravičeno vprašajo, kakšna je vloga agencij v trenutni krizi oziroma ali so agencije nedavne dogodke kakorkoli napovedovale in jih pomagale blažiti ali pa so pretresom le nemo sledile in jih s svojo pasivnostjo in (pre)poznimi reakcijami le še podpihovale.

Po mnenju nekaterih strokovnjakov je razvoj finančnih trgov v zadnjih letih pokazal na (pre)veliko odvisnost finančne industrije od bonitetnih agencij. V nasprotju s tradicionalnim bančnim sistemom, kjer bi banke same nadzorovale odobrena posojila, je v trenutnem sistemu strukturiranih finančnih instrumentov nadzor večinoma prepuščen agencijam. Slednje pa svojega dela naj ne bi opravile zadovoljivo (Vives, 2008).

Zakaj so bonitetne agencije postale tako zelo pomembne za vse »igralce« na finančnih trgih? Razlog verjetno tiči v vlogi agencij pri t.i. problemu principal-agent in problemih, povezanih z asimetrijo informacij. Sleherni izdajatelj bo namreč skušal potencialnim vlagateljem predstaviti svojo družbo oziroma izdan dolžniški finančni instrument v najboljši možni luči. Z namenom zmanjšanja verjetnosti, da bi morebitni investitorji na račun nepopolnih ali napačnih informacij izdajatelja bili zavedeni o njegovi plačilni sposobnosti, so se le-ti začeli zanašati na ocene oziroma mnenja agencij. Na ta način so potencialni vlagatelji želeli rešiti znani problem pomanjkanja informacij oziroma neinformiranosti vlagateljev o izdajateljih in njihovih izdajah, s tem pa so tudi pripomogli k »razcvetu« bonitetnih agencij (Portes, 2008).

Z vlogo in delovanjem bonitetnih agencij je povezanih več problemov, ki so v času trenutne krize postali bolj očitni kot kdajkoli prej. Probleme oziroma razloge, ki so pripomogli k slabemu delu agencij, lahko razvrstimo v štiri glavne skupine (Buitter, 2007; Mrak, 2008a, str. 31-33; Smodiš, 2008, str. 35-36):

- **Neprimernost stimulativnih mehanizmov bonitetnih agencij.**

Enega od pomembnejših vzrokov za nastalo finančno krizo predstavlja sam koncept delovanja bonitetnih agencij oziroma neprimerni stimulativni mehanizmi, na podlagi katerih delujejo agencije. Ocenjevanje izdajateljev in njihovih dolžniških finančnih instrumentov (predvsem strukturiranih) je zelo kompleksen proces, vendar če bi bil proces »le« zahteven, bi bilo precejenjenih in podcenjenih bonitetnih ocen približno enako. A temu ni tako, saj je pri delu

agencij prisoten tudi element pristranskosti, katerega posledica je prevlada precenjenih ocen glede plačilne sposobnosti izdajatelja. Razlog za subjektivnost in posledično previsoke ocene se skriva v neprimernosti stimulativnih mehanizmov agencij.

Ključni problem delovanja bonitetnih agencij predstavlja način plačila za njihove storitve. Po obstoječem principu delovanja agencij namreč dodeljeno bonitetno oceno plača izdajatelj. Agencije so tako soočene z nasprotjem interesov, saj nerade znižajo oceno svojim strankam oziroma plačnikom. Znani slovenski rek pravi: »Ne grizi roke, ki te hrani.« Problem, povezan s principom »izdajatelj plača«, pa ima še dodatno težo zaradi dejstva, da lahko izdajatelji izbirajo (angl. *shop around*) med več različnimi agencijami z namenom, da pridobijo najbolj ugodno bonitetno oceno. Posledično bo posamezen izdajatelj izbral tisto agencijo, ki mu bo dodelila višjo oceno. Agencije tako niso zainteresirane za znižanje ocen svojim strankam, saj jih lahko v nasprotnem primeru izgubijo in posledično občutijo izpad prihodkov. Če se navežem na predhodno omenjeni rek, bi lahko dejal: »Kajti, če jo boš grizel, boš ostal lačen.« Omenjeni problem pride še bolj do izraza v primeru strukturiranih finančnih instrumentov, kjer agencije pogosto igrajo dvojno vlogo. Sprva svetujejo stranki glede strukture instrumenta, kasneje pa ta isti instrument tudi ocenijo, pri čemer seveda zaračunajo obe storitvi. Tako ni presenetljivo, da dandanes prihodki iz naslova ocenjevanja strukturiranih finančnih instrumentov predstavljajo najbolj pomemben vir prihodkov za večino bonitetnih agencij.

Največje bonitetne agencije so občasno deležne tudi kritik na račun preveč »domačih« odnosov z vodstvenim kadrom svojih strank. Navedeno namreč lahko vpliva na proces ocenjevanja oziroma ocene agencij, ki posledično niso pravilne. Problem je manj očit in v primeru tradicionalnega dela agencij oziroma ocenjevanja izdajateljev, kjer imajo agencije ogromno strank in posledično nobena od njih nima močnega vpliva na delovanje posamezne agencije. Nasprotno je v okviru ocenjevanja strukturiranih finančnih instrumentov strank veliko manj, njihova plačila pa znatno višja,³⁹ pri čemer stranka plača le v primeru, če je zadovoljna z dodeljeno oceno instrumenta. Ta neprimeren dogovor pa spodbuja stranke oziroma izdajatelje k prej omenjenemu »nakupovanju« bonitetnih ocen.

- **Hitra rast kompleksnih finančnih instrumentov.**

V zadnjem desetletju se je uporaba kompleksnih finančnih instrumentov zelo razširila in povečala, kar je posledično pripomoglo tudi k izjemni rasti tveganih hipotekarnih posojil in na tej osnovi izdanih hipotekarnih vrednostnih papirjev (*MBS*). Pomembno vlogo pri ekspanziji navedenih posojil oziroma vrednostnih papirjev so imele največje tri svetovne bonitetne agencije, ki so odobrile proces listinjenja oziroma sekuritizacije, t.j. finančni inženiring, preko katerega se manj likvidne naložbe preoblikujejo v visoko likvidne naložbe.⁴⁰ Rezultat takšnega »prepakiranja« so bile zelo visoke bonitetne ocene, ki so jih prejele hipotekarne obveznice, izdane na osnovi listinjenja, čeprav so slednje vsebovale oziroma bile izdane na osnovi tveganih hipotekarnih posojil. Če tovrstne obveznice ne bi bile tako dobro ocenjene oziroma sploh ne bi bile ocenjene, jih mnogo investorjev nikdar ne bi niti kupilo. Tako pa so

³⁹ Cena za ocenitev strukturiranega finančnega instrumenta se giblje okrog 200.000 USD (Lowenstein, 2008).

⁴⁰ Proces listinjenja oziroma sekuritizacije je podrobneje predstavljen v poglavju 5.1.

investitorji razpolagali z visokimi ocenami teh instrumentov, ki so jih posledično na osnovi zaupanja tudi masovno kupovali. Z izbruhom krize so agencije mnogim hipotekarnim vrednostnim papirjem drastično znižale ocene,⁴¹ zaradi česar so tovrstni instrumenti postali nelikvidni, s tem pa je ogromno investorjev utrpelo velike izgube. Močno znižanje ocen mnogim hipotekarnim vrednostnim papirjem le potrjuje domnevo o premalo strogem ocenjevanju in posledično prevladi previsokih oziroma precenjenih začetnih bonitetnih ocen tako za izdajatelje kot za njihove izdaje. Navedeno je vzpodbudilo regulatorne organe k zahtevanju sprememb v politiki delovanja bonitetnih agencij.

Bonitetne agencije se na kritike odzivajo z argumentom, da so njihove ocene zgolj »vložek« za bolj podroben pregled (angl. *due diligence*), opravljen neposredno s strani profesionalnih investorjev. Nadalje agencije trdijo, da so njihove ocene le mnenja, ki se nanašajo na verjetnost, da določen dolžniški finančni instrument ne bo servisiran čez določen čas, ne pa mnenja o verjetnosti, da bo trg za določen instrument postal nelikviden. Obenem pa agencije opravičujejo znižanje ocen z argumentom, da ni v njihovi moči, če se prvotne ocene agencije spremenijo zaradi nepopolnih ali celo napačnih informacij, podanih s strani njihovih strank. Vse, kar agencije po njihovem mnenju lahko storijo, je kontroliranje izdajateljev in njihovih instrumentov ter na tej osnovi obveščanje investorjev o spremenjenih oziroma prilagojenih bonitetnih ocenah.

- **Vprašanje kvalitete podatkov in uporaba matematičnih modelov.**

Temeljno poslanstvo bonitetnih agencij je, podobno kot pri revizijskih hišah, podajanje neodvisnih mnenj, pri čemer je kvaliteta le-teh med drugim odvisna tudi od kvalitete uporabljenih podatkov in matematičnih modelov. Agencije v okviru analize izdajateljev oziroma njihovih izdaj skušajo napovedati prihodnjo plačilno sposobnost posameznega izdajatelja glede na različne scenarije gospodarskih gibanj. Pri tem se opirajo na zgodovinske podatke, ki pa niso nujno pravi pokazatelj prihodnjih gibanj. Tako so npr. bonitetne ocene MBS temeljile na zgodovinskih podatkih, ki so bili vezani predvsem na obdobja ugodnega gospodarskega okolja in hitro rastočih cen nepremičnin ter precej manj na obdobja neugodnega gospodarskega okolja in padajočih cen nepremičnin v ZDA. Navedeno predstavlja zelo pomembno težavo oziroma napako pri ocenjevanju izdajateljev ali izdaj, saj omejeni zgodovinski podatki ne nudijo zadostnih informacij o povezanih tveganjih za dodelitev pravilne bonitetne ocene. Obenem se agencije pri svojih analizah poslužujejo tudi sofisticiranih matematičnih modelov, ki naj bi jim zagotovili kvalitetne informacije in posledično omogočili dodeljevanje pravilnih oziroma kvalitetnejših ocen. Uporaba tovrstnih visoko razvitih modelov in na ta način pridobljenih informacij predstavlja zelo pomemben element v procesu odločanja posamezne agencije o višini dodeljenih ocen. Vendar pa izkušnje jasno kažejo, da je preveliko zanašanje agencij na prefinjene matematične modele nesmotrno in vodi do napačnih bonitetnih ocen strukturiranih finančnih instrumentov v razmerah nestanovitnih trgov.

⁴¹ Moody's je v letu 2007 znižal bonitetne ocene več kot 5.500 hipotekarnim vrednostnim papirjem (Lowenstein, 2008).

Trenutna kriza je precej zmanjšala pomen in vrednost matematičnih modelov agencij ter omajala njihovo zaupanje v le-te. Uporabljeni modeli namreč niso bili zmožni predvideti občutnega poslabšanja razmer na nepremičninskem trgu, hkrati pa se je izkazalo, da je bilo v povezavi s temi modeli prisotnih mnogo »smeti noter – smeti ven« (angl. *garbage in – garbage out*) problemov. Verodostojnost modelov pa je bila še dodatno omajana zaradi priznanja nekaterih agencij o prisotnosti napak v njihovih modelih.⁴² Zaradi predhodno navedenega so agencije v letu 2008 pričele s procesom ponovnega skrbnega pregleda svojih metodologij ocenjevanja in matematičnih modelov.

5.5 *Vloga bonitetnih agencij v prihodnosti*

Kot že omenjeno v predhodnem poglavju, obstaja več razlogov za slabo delovanje bonitetnih agencij v času trenutne globalne finančne in gospodarske krize, med katerimi pa po pomembnosti izstopa problem nasprotja interesov v okviru principa delovanja »izdajatelj plača«.

Na vprašanje, kakšna bo vloga in pomen bonitetnih agencij v prihodnosti, ne moremo podati enostavnega odgovora. V finančni javnosti sicer krožijo predlogi o nacionalizaciji agencij na eni strani in razveljavitvi uradnih certifikatov izbranim agencijam (*NSRO* agencije) na drugi strani, vendar pa je veliko bolj realistično pričakovati reformo te »industrije« kot kombinacijo intenzivne samoregulacije agencij in okrepljene regulacije teh institucij s strani nacionalnih regulatorjev.

V nadaljevanju strnjeno podajam ukrepe, ki naj bi povrnili izgubljeno zaupanje vseh udeležencev na finančnih trgih v delovanje bonitetnih agencij (Mrak, 2008a, str. 33; Smodiš, 2008, str. 35-36; Evans, 2008):

- **Samoregulacija bonitetnih agencij.**

Zaradi močnega upada dohodkov in vse pogostejših kritik na račun njihovega slabega delovanja so agencije od začetka trenutne krize že pričele z aktivnostmi za doseg večje transparentnosti ocenjevalnih metodologij, strožjih internih ocenjevalnih postopkov ter večje kvalitete in doslednosti uporabljenih podatkov in matematičnih modelov. Nadalje, agencije so se zaobljubile, da bodo uvedle tudi druge »zdravilne« postopke, kot so denimo razvoj posebnih lestvic bonitetnih ocen za strukturirane finančne instrumente in upravljanje odnosov med agencijami in njihovimi strankami.

Po mnenju nekaterih strokovnjakov bonitetne agencije niso proaktivne in z zapoznelo dinamiko zniževanja ocen deloma izkrivljajo obstoječo sliko obsega kreditnega tveganja na trgih ter v nekaterih primerih le umetno in začasno pomagajo odložiti negativne posledice trenutne krize. Ocenjevanje in upravljanje kreditnega tveganja preko spremljanja bonitetnih

⁴² Najbolj odmeven je bil primer agencije Moody's, ki je junija 2008 uradno priznala, da je leta 2006 zaradi računalniškega črva napačno ocenila množico kompleksnih dolžniških finančnih instrumentov.

ocen je tako čedalje manj sposobno odgovoriti na izzive in probleme, ki se nanašajo na upravljanje in optimiziranje kreditnega tveganja v času globalizacije. Poleg že omenjenih problemov delovanja agencij je ključnega pomena tudi dejstvo, da dodeljevanje ocen zaostaja za dinamiko, ki jo narekujejo tržni udeleženci. Posledično bi morale biti bonitetne ocene vedno podprte z natančnim spremljanjem tržnega vrednotenja kreditnega tveganja. Nekatere agencije so nedolgo nazaj razvile t. i. tržno podprte bonitetne ocene (angl. *market implied ratings* ali *MIR*), ki bi jih lahko uporabile ravno za te namene.⁴³ Tovrstne alternativne ocene pogosto odstopajo od običajnih bonitetnih ocen ter prikazujejo razlike med vrednotenjem kreditnega tveganja s strani agencij in tržnim vrednotenjem kreditnega tveganja. Povedano drugače, tržno podprte bonitetne ocene odražajo pričakovanja trga in povedo, kje se trg ne strinja z ocenami agencij. Medtem ko temeljne bonitetne ocene upoštevajo le dolgoročni vidik glede varnosti naložbe, pa tovrstne ocene vzamejo v obzir tudi kratkoročna finančna dogajanja in na ta način upoštevajo tudi aktualne razmere na finančnih trgih. Do sedaj so se tržno podprte bonitetne ocene uporabljale le kot napovedovalec sprememb temeljnih bonitetnih ocen, in sicer bolj kot je bila tržno podprta ocena nižja od temeljne, večja je bila verjetnost znižanja temeljne bonitetne ocene v prihodnosti in obratno. Če pa želijo agencije pridobiti nazaj izgubljeno zaupanje finančne javnosti, bodo morale razmisliti tudi o uporabi tržno podprtih bonitetnih ocen kot sestavnemu podpornemu elementu temeljnih bonitetnih ocen.

Naj na tem mestu še omenim, da je Mednarodna organizacija komisij za vrednostne papirje (angl. *International Organization of Securities Commissions* ali *IOSCO*), ki je sestavljena iz preko 100 nacionalnih regulatornih organov za nadzor nad trgom vrednostnih papirjev, nedavno sprejela popravljena pravila delovanja za bonitetne agencije, ki vsebujejo izčrpen sklop navodil za nadaljnjo samoureditev agencij in stroke. Pri tem pa je potrebno poudariti, da upoštevanje omenjenih pravil ni zakonsko določeno, temveč temelji na prostovoljni odločitvi vsake posamezne agencije, zaradi česar naj bi ta pravila bila neučinkovita.

Navedeni samoregulativni ukrepi agencij naj bi prispevali k agresivnejši in fleksibilnejši politiki ocenjevanja izdajateljev in njihovih dolžniških instrumentov, kar naj bi posledično pripomoglo tudi k večji usklajenosti ocen s tržnimi predvidevanji in k manjšemu odstopanju ocen med agencijami.

- **Regulacija bonitetnih agencij.**

Samoregulacija in obnovljena pravila delovanja bonitetnih agencij sta brez dvoma potrebna, a nezadostna pogoja za rešitev obstoječih problemov delovanja agencij. Regulatorni organi bodo morali rešiti še vrsto problemov, kot so: kako povečati konkurenco na trgu bonitetnih agencij, ali bi morale biti agencije le registrirane ali pa bi morale pridobiti tudi licenco, kako ločiti funkciji ocenjevanja in svetovanja, kako rešiti problem »izdajatelj plača« itd. Za rešitev slednjega, ki je zagotovo eden izmed najbolj perečih problemov delovanja agencij, bi bilo

⁴³ V letu 2008 so bile pri napovedovanju neporavnanih finančnih obveznosti družb tržno podprte bonitetne ocene agencije Moody's bolj natančne kot pa temeljne bonitetne ocene iste agencije. Slednje so bile namreč pri svojih napovedih 82-odstotno uspešne, medtem ko so alternativne ocene dosegle kar 91-odstotno uspešnost.

smotno spremeniti obstoječi način plačila in uvesti plačevanje s strani investitorjev. Na ta način bi bil odpravljen konflikt interesov, agencije pa posledično ne bi več imele zadržkov za upravičeno znižanje bonitetnih ocen.

Opozoril bi rad še na pomembno razliko med državami glede pojmovanja intenzivnosti regulacije delovanja bonitetnih agencij. Medtem ko se evropske države zavzemajo za bolj strog nadzor nad delovanjem stroke, hkrati pa se nagibajo tudi k večjemu nadzoru na globalni ravni, se ZDA zavzemajo za bolj omejen nadzor nad delovanjem agencij in podpirajo tesnejše sodelovanje med nacionalnimi regulatorji.

Sklep

Vloga bonitetnih agencij v finančnem svetu je z leti izredno pridobila na pomenu, saj te danes predstavljajo ključen vir finančnih informacij o kakovosti naložb v različne finančne instrumente. Agencije namreč kot specifične finančne posrednice med celicami s finančnim presežkom in celicami s finančnim primanjkljajem s svojim delovanjem oziroma dodeljevanjem bonitetnih ocen pripomorejo k večji in boljši informiranosti vlagateljev ter posledično h kvalitetnejšemu prenosu finančnih presežkov od suficitnih k deficitnim gospodarskim celicam.

Dodelitev bonitetne ocene izdajatelju ali izdaji predstavlja osnovno storitev bonitetnih agencij. Bonitetna ocena, ki jo posamezna agencija prodaja zainteresirani investicijski javnosti kot lastno znanje in vedenje o kakovosti naložb v različne finančne instrumente, temelji na analizi relevantnih podatkov in je izražena kot tveganost oziroma varnost naložbe v delnice, obveznice, vloge ali druge oblike dolžniških finančnih instrumentov. Obenem pa se je potrebno zavedati, da ocena odraža zgolj mnenje agencije o kakovosti naložbe v določeno izdajo ali izdajatelja. Zaradi objektivne in neodvisne narave delovanja bonitetnih agencij je finančna javnost večinoma sprejela njihovo vlogo in s tem tudi bonitetno oceno kot zanesljivo in zaupanja vredno orodje za ocenitev tveganosti oziroma varnosti posamezne naložbe.

Uporaba bonitetnih ocen prinaša določene prednosti tako izdajateljem v okviru procesa pridobivanja finančnih sredstev kot tudi investitorjem v okviru procesa nalaganja finančnih sredstev. Razlikujemo med več vrstami bonitetnih ocen, od katerih je najpomembnejša kreditna bonitetna ocena. Slednja odraža mnenje agencije o kreditnem tveganju določenega izdanega dolga ali izdajatelja kot celote. Pri ocenjevanju plačilne sposobnosti izdajatelja za izpolnitev točno določene finančne obveznosti govorimo o kreditni bonitetni oceni izdaje, pri ocenjevanju splošne plačilne sposobnosti izdajatelja pa mislimo na kreditno bonitetno oceno izdajatelja. Poleg ključne kreditne bonitetne ocene so agencije razvile tudi dodatna orodja za ocenjevanje kakovosti naložbe v določeno izdajo oziroma izdajatelja. Poznamo namreč tudi nekreditne bonitetne ocene in ostale bonitetne ocene.

Mednarodna bonitetna agencija Capital Intelligence je v primerjavi z največjimi agencijami majhna, a regijsko usmerjena in specializirana za razvijajoče se trge. Za bančništvo v razvijajočih se gospodarstvih so značilne ogromne razlike v lastnostih posameznih bank, saj te lahko posedujejo tako lastnosti kompleksnih bank razvitih trgov kakor tudi lastnosti preprostih bank nerazvitih trgov. Kljub splošno slabši razvitosti bančništva pa pomen bonitetnih agencij in njihovih ocen v razvijajočih se ekonomijah v zadnjih letih strmo narašča.

Različna stopnja razvitosti gospodarstva in posledično tudi bančništva med posameznimi državami vpliva na različno obravnavo bank in višino dodeljenih bonitetnih ocen, obenem pa banke kot specializirane finančne institucije zahtevajo edinstven analitičen pristop za natančno ocenitev njihovega profila tveganja. Pristop agencije Capital Intelligence k dodelitvi bonitetne ocene posamezni banki vsebuje podrobno analizo notranjih in zunanjih dejavnikov, pri čemer se notranji dejavniki nanašajo na lasten »karakter« banke, zunanji pa na njeno poslovno okolje. Oboje lahko nadalje razvrstimo še na kvantitativne in kvalitativne dejavnike.

V zadnjem obdobju se je pripetilo kar nekaj kriznih dogodkov, pri katerih bonitetne agencije niso v celoti izpolnile svojega temeljnega poslanstva, t.j. zagotavljanje pravočasnih informacij investitorjem in opozarjanje na morebitne nevarnosti. Posledično se je v investicijski javnosti vzbudil dvom o verodostojnosti delovanja agencij, hkrati pa so se pojavile tudi kritike glede nadzora nad njihovim delovanjem, saj so agencije edine udeleženke na finančnih trgih, ki niso deležne pravega nadzora. Zaradi vse pogostejših kritik na račun slabega delovanja so agencije od začetka trenutne krize že pričele z aktivnostmi za doseg kakovostnejšega delovanja, obenem pa so se podvzivali tudi nacionalni regulatorji posameznih držav in povečali intenzivnost nadzora nad njihovim delovanjem.

Čeprav se je zaupanje investicijske javnosti in regulatorjev v delovanje bonitetnih agencij v zadnjem času nekoliko skrhalo, pa njihova vloga na mednarodnih finančnih trgih ostaja neprecenljiva in nenadomestljiva, saj agencije predstavljajo ključen vir informacij o tveganosti oziroma varnosti naložbe v posamezne finančne instrumente. Poleg tega zaenkrat v finančnem svetu ne obstaja ustrezna in zadovoljiva alternativa bonitetnim agencijam in njihovim ocenam. Menim, da je dandanes uporaba bonitetnih ocen že tako zelo razširjena, da bi jo bilo izredno težko oziroma skoraj nemogoče nadomestiti z alternativnimi možnostmi. Zavoljo navedenega bi bilo bolj smotno delovanje agencij prepustiti trgu, saj je investicijska javnost dovolj stroga in hkrati razumna, da bi znala pravilno »nagraditi« dobre oziroma »kaznovati« slabe agencije. Ob tem pa bi bilo nujno potrebno zagotoviti tudi intenzivnejšo sprotno samoregulacijo in regulacijo delovanja agencij.

Literatura in viri

- [illegible]

18. Košmerlj, M. (2002). *Trg hipotekarnih obveznic v ZDA*. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
19. Kovač, S. (2006). *Vloga in razvoj mednarodnih rating agencij Moody's, Standard & Poor's in Fitch*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
20. Lambert, A. (2002). *Funding Measures*. Warsaw: 3rd Workshop on Housing Finance in Transition Economies.
21. Lampe, S. (2008a). Devet korakov za pridobitev ratinga banke. *Bančni vestnik*, 57 (3), str. 39-46.
22. Lampe, S. (2008b). Neprimernost uporabe ratingov za BIS II. *Bančni vestnik*, 57 (5), str. 31-38.
23. Lassen, T. (2002). *Mortgage Banking in Germany and Europe - Specialisation principle*. Bled: Workshop on Housing Finance and Mortgage Banking in Slovenia.
24. Lowenstein, R. (2008, 27. april). Triple-A Failure. *The New York Times*. Najdeno 14. marca 2009 na spletnem naslovu <http://www.nytimes.com/2008/04/27/magazine/27Credit-t.html?pagewanted=print>
25. Mejač-Krassnig, A. (1996). *Listinjenje hipotekarnih posojil in premoženja*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
26. *Moody's History [Moody's]*. Najdeno 18. januarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.moody's.com/moodys/cust/AboutMoody's/AboutMoody's.aspx?topic=history>
27. Moody's Investors Service Global Credit Research. (1997a). *The Function of Ratings in Capital Markets*. Moody's Special Comment. New York: Moody's Investors Service, Inc.
28. Moody's Investors Service Global Credit Research. (1997b). *Moody's Rating Migration and Credit Quality Correlation, 1920-1996*. Moody's Special Comment. New York: Moody's Investors Service, Inc.
29. More, M. (2001). *Pomen in možnosti razvoja hipotekarnega bančništva v Sloveniji*. Portorož: 7. strokovno posvetovanje o bančništvu.
30. More, M. (2003). *Hipotekarne obveznice kot naložbena priložnost zavarovalnic*. Portorož: Slovensko zavarovalno združenje.
31. Mrak, M. (2002). *Mednarodne Finance*. Ljubljana: GV založba.
32. Mrak, M. (2008a). Poor Performance of Rating Agencies and Current Financial Crisis. *Bančni vestnik, Special Issue: Banks in Dire Straits*, 57 (11), str. 30-33.
33. Mrak, M. (2008b, 19. november). Izzivi odzivanja na svetovno finančno krizo. *Delo*, str. 5.
34. *National Ratings [Capital Intelligence]*. Najdeno 5. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.ciratings.com/>
35. *Overview [Standard & Poor's]*. Najdeno 17. januarja 2009 na spletnem naslovu http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/us/page.topic/aboutsp_overview/4,1,1,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0.html?lid=us_topnav_aboutoverview
36. Portes, R. (2008, 22. januar). Ratings agency reform. *Vox*. Najdeno 5. marca 2009 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/887>

37. *Products & Services [Capital Intelligence]*. Najdeno 5. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.ciratings.com/>
38. *Rating Coverage [Capital Intelligence]*. Najdeno 5. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.ciratings.com/>
39. *Rating Definitions [Capital Intelligence]*. Najdeno 5. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.ciratings.com/>
40. *Rating Process [Capital Intelligence]*. Najdeno 5. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.ciratings.com/>
41. Ronald, V. (2005, 23. marec). Who rates the raters? *The Economist*, str. 65-67.
42. Smodiš, S. (2008). Kreditni trgi proti bonitetnim agencijam. *Bančni vestnik*, 57 (9), str. 31-36.
43. Standard & Poor's. (1999). *Financial Institution Criteria*. New York: Standard & Poor's, a division of the McGraw-Hill Companies, Inc.
44. Štiblar, F. (2008). *Svetovna kriza in Slovenci. Kako jo preživeti?* Ljubljana: Založba ZRC.
45. Vives, X. (2008, 13. maj). The crisis, information, and the market. *Vox*. Najdeno 9. marca 2009 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1135>

Priloga 1: Slovar uporabljenih tujih izrazov

Angleški izraz	Slovenski prevod
Asset and liability management, ALM	upravljanje bilance banke
Asset backed securities, ABS	vrednostni papirji zavarovani s premoženjem, izdani na osnovi listinjenja
Asset quality ratios	kazalniki kvalitete aktive
Balance sheet items	postavke v bilanci stanja
Bank credit rating	kreditna bonitetna ocena banke
Bank financial strength rating, BFSR	bonitetna ocena finančne moči banke
Bank for International Settlements, BIS	Banka za mednarodne poravnave
Big three	velike tri bonitetne agencije
Capital Adequacy Directive, CAD	Direktiva o kapitalski ustreznosti
Capital and capital adequacy ratios	kazalniki kapitala in kapitalске ustreznosti
Collateralised mortgage obligation	nepretočne obveznice
Corporate credit rating	kreditna bonitetna ocena podjetja
Credit crunch	posojilni krč
Credit rating	kreditna bonitetna ocena
Credit report	kreditno poročilo
Due diligence	podroben pregled
European Central Bank, ECB	Evropska centralna banka
Federal Reserve System, FED	ameriška centralna banka
Foreign currency credit rating	kreditna bonitetna ocena v tuji valuti
Garbage in – garbage out	smeti noter – smeti ven
Issue credit rating	kreditna bonitetna ocena izdaje
Issuer credit rating	kreditna bonitetna ocena izdajatelja
International credit rating	mednarodna kreditna bonitetna ocena
International Monetary Fund, IMF	Mednarodni denarni sklad
International Organization of Securities Commissions, IOSCO	Mednarodna organizacija komisij za vrednostne papirje
Investment grade	netvegana oziroma investicijska stopnja
Investor relations	odnosi z naložbeniki
Junk bonds	visoko tvegane obveznice
Liquidity ratios	kazalniki likvidnosti
Loan-to-value ratio, LTV ratio	višina odobrenega hipotekarnega posojila izražena v odstotkovni vrednosti zadevne nepremičnine
Local currency credit rating	kreditna bonitetna ocena v domači valuti
Long-term credit rating	dolgoročna kreditna bonitetna ocena
Market implied ratings, MIR	tržno podprte bonitetne ocene
Mortgage backed securities, MBS	vrednostni papirji zavarovani s hipotekami oziroma hipotekarne obveznice, izdane na osnovi listinjenja
National credit rating	nacionalna kreditna bonitetna ocena
Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, NRSRO	Nacionalno priznane statistične bonitetne organizacije
Non-bank financial institution credit rating	kreditna bonitetna ocena nebančne finančne institucije
Non-credit rating	nekreditna bonitetna ocena
Non-investment/speculative grade	tvegana oziroma neinvesticijska/špekulativna stopnja

Notching	povezava med bonitetno oceno izdajatelja in bonitetno oceno izdaje
Other ratings	ostale bonitetne ocene
Outlook rating	bonitetna ocena prihodnjih izgledov
Pass-through	pretočna metoda posredovanja osnovnega denarnega toka investitorjem
Pass-through securities	pretočne obveznice
Pay-through	plačilna metoda posredovanja osnovnega denarnega toka investitorjem
Peer group	primerljiva skupina
Pool	zbir, paket, sveženj
Profitability ratios	kazalniki dobičkonosnosti
Profit and loss account items	postavke v izkazu poslovnega izida
Public information	javno dostopne informacije
Qualified rating	pogojna bonitetna ocena
Rating	bonitetna ocena
Rating assessment	bonitetna ocenitev
Rating report	bonitetno poročilo
Rating update	ažuriranost bonitetne ocene
Securities and Exchange Commission, SEC	ameriška Komisija za trg vrednostnih papirjev
Securitization	listinjenje
Shop around	proces izbire izdajatelja med več različnimi bonitetnimi agencijami z namenom, da pridobi najbolj ugodno bonitetno oceno
Short-term credit rating	kratkoročna kreditna bonitetna ocena
Solicited rating	plačljiva bonitetna ocena oziroma bonitetna ocena z naročilom stranke
Sovereign credit rating	kreditna bonitetna ocena države
Special purpose vehicle, SPV	podjetje za prenos posojil oziroma terjatev
Stress test	test izrednih situacij
Support rating	bonitetna ocena podpore
Tier I	temeljni kapital
Tier II	dodatni kapital I
Too big to fail	družba, ki je z vidika nacionalnega interesa zelo pomembna za narodno gospodarstvo posamezne države, zaradi česar ji je v primeru nastalih težav državna pomoč praktično zagotovljena
Underwriter	prevzemnik
Unsolicited rating	prostovoljna (neplačljiva) bonitetna ocena oziroma bonitetna ocena brez naročila stranke
Value at risk, VaR	tvegana vrednost

Priloga 2: Vprašalnik bonitetne agencije Capital Intelligence

Questionnaire for Slovenian banks

1. Reports and accounts

Please provide:

- 1.1. IFRS audited financial statements for the last three years (where applicable).
- 1.2. Financial statements prepared under IFRS as at interim dates during the current year (audited/unaudited), if available.
- 1.3. Annual Report for last year available, if prepared.
- 1.4. Balance sheet and income statement forecasts for the end of the current year and for future years to the extent these are available. In the balance sheet forecasts, please divide net loans into gross corporate, gross retail and loan loss reserves, and divide customer deposits into corporate and retail.

2. General/strategic

- 2.1. Have there been any changes in ownership, legal status, the regulatory framework or management of the bank over the past year?
- 2.2. Please supply us with:
 - A chart/diagram showing the (legal) group structure (inc. the parent bank and any major subsidiaries);
 - A chart/diagram of the bank's divisional structure;
 - Indicate any significant changes in these structures over the last year;
 - Information concerning any significant acquisitions or disposals of stakes in other companies.
- 2.3. If relevant, please provide details of the bank's relationship with its parent company, including areas of cooperation, staff exchanges, input into IT systems, etc.
- 2.4. Please provide the following information on companies in which the bank's shareholders (those with a 25%+ stake in the bank) control significant stakes (i.e. 25%+) and which are not subsidiaries or associates of the bank. Only provide this information where the company in question has equity and assets equal to 10%+ of those of the bank:

- Name of the company, and sector in which it operates;
- Assets, equity, revenues and net income of company for last full year, according to IFRS/US GAAP (if available);
- Brief description of the company's role (if any) in originating business for the bank (e.g. are the company's suppliers/customers clients of the bank?).

If the companies identified above, together with the bank, form part of a group, please also provide the structure chart of the group.

2.5. Please provide the following information on companies which are subsidiaries or associates of the bank:

- Name of the company, and sector in which it operates;
- Stake held by the bank, and stakes held by any of the banks' shareholders or other related parties, in the company;
- Stand-alone financial statements according to IFRS for the last financial year and interim accounts for the current year.

2.6. Does the bank have any plans to acquire other banks or companies or to dispose of stakes in existing subsidiaries or associates? If yes, please provide details.

2.7. Organisation chart of the bank including:

- Names of the Management Board members and their brief CVs, including the date when they became a member of the Board (only include changes since last year's meeting with Capital Intelligence);
- Details of any shareholdings held by members of the Management Board in the bank;
- Department/division structure and reporting to Management Board members;
- Names of heads of the main departments;
- Names of main committees (e.g. credit committees, Asset/Liability Management Committee), and chairperson and members of each.

2.8. Information on the Supervisory Board, including:

- Names of chairperson and members, indicating which shareholders they represent (or if they are independent) and what positions they hold outside the bank;
- Details of any shareholdings members of the Supervisory Board hold in the bank;
- Details of any Board committees;
- Does the Board have any role in the reviewing or approving the bank's risks or risk management policies, e.g. through a risk committee?;
- Does it have any role in the audit process, e.g. through an audit committee?;

- Is there a remuneration committee for directors and senior management? If so, please supply details of who sits on this.
- 2.9 Does the bank have a Corporate Governance Code, or any plans to introduce one? If a Code exists, please provide a copy.
- 2.10. Information on the bank's branch network and other distribution channels: please indicate the number of units of each of the following currently operating or planned for opening (indicating timeframe for the latter):
- Branches (please provide list of cities/towns where these are located);
 - Sub-branches (please provide list of cities/towns where these are located);
 - Other outlets;
 - ATMs;
 - Call centre(s) (please provide list of cities/towns where these are located);
 - Representative offices (domestically and abroad; please provide list of cities/towns where these are located).

Rationale for any recent/planned expansion of distribution channels?

- 2.11. The management's assessment of the bank's current competitive position including:
- Market shares in key markets where the bank operates, and how they have developed over the last 3 years;
 - Main competitors in each of these markets.
- 2.12. A brief overview of the bank's strategy overall and in respect to individual markets. Please also provide a copy of the bank's strategy if this exists as a separate document.
- 2.13. Have the shareholders established quantitative performance targets for the bank (e.g. in respect to market shares, balance sheet growth or profitability)?

3. Credit risk

- 3.1. Breakdown of the bank's customer loan portfolio at the latest year end date by:
- Economic sector;
 - Country risk;
 - Currency;
 - Outstanding maturity;
 - Loans to corporates / individuals / government entities / municipalities.

- 3.2. Breakdown of the bank's corporate loan portfolio at the latest year end date by types of customers (e.g. SMEs and larger corporates), if the bank has such data, with definitions of types of customers (e.g. by revenues, or by loan size).
- 3.3 Breakdown of the percentage of the customer loan book, if possible by loan type (i.e. to corporates, SMEs, individuals), approved by each credit committee, branch, individuals with discretionary lending limits.
- 3.4. Breakdown of the bank's corporate loan portfolio at the latest year end date by type of product (investment and working capital loans).
- 3.5.a Please provide a split of the property loan book by residential and commercial properties. Within the residential portfolio, by properties under development, rented properties and owner occupied and within the commercial portfolio by office, retail, industrial, other (if significant please specify).
- 3.5.b Please provide a split of the property loan book by loan-to-value ratios. How often are property values reassessed? Please give information on the property valuation processes.
- 3.6. Approximately what proportion of the bank's corporate loan portfolio at the latest year end date comprised loans to companies which had already been borrowers of the bank one year previously, and what proportion related to companies which became borrowers for the first time during that year?
- 3.7. Breakdown of the bank's retail loan portfolio at the latest year end date by type of product, together with the main terms and conditions of each product, including:
 - Range of possible loan maturities, and average product maturity;
 - Usual currency (if applicable);
 - Required collateral, and maximum loan-to-asset value;
 - Range of possible loan interest rates, and average product interest rate.

If point-of-sale consumer loans accounted for more than 10% of the total (corporate plus retail) loan portfolio at the latest year end date, breakdown of any merchants/originators which accounted individually for more than 20% of such loans. Same for car loans if they accounted for more than 10% of the portfolio.

- 3.8. Breakdown of off-balance sheet credit exposures at the latest year end broken down by:
 - Import letters of credit;
 - Guarantees;

- Undrawn credit commitments;
 - Other.
- 3.9. List of top 20 loan exposures to (groups of) corporate customers and top 10 exposures to banks (loans and other risks) at the latest year end date.
- 3.10. List of top 20 aggregate exposures (loans, debt instruments and off balance sheet exposures) to corporate customers at the latest year end date.
- 3.11. Please provide a list of interbank limits, including a breakdown by product, if such a breakdown exists.
- 3.12. List of all exposures at the latest year-end date made to related parties of the bank and the terms of these loans.
- 3.13. Details of counterparty assessment and credit approval procedures and limits. Please provide this information separately for loans to corporate customers, individuals and interbank loans, and also indicate where differences exist for different products to each group of counterparties. Please include:
- Departments involved in review of loan applications;
 - Description of credit scoring/internal rating models used – are any changes expected in the context of Basel II?;
 - Types of lending limits set (e.g. country, industry, individual counterparty or group), together with lists of country and industry limits if these exist;
 - Credit authority: maximum size/tenor of individual loans, and the maximum total credit exposure, which can be approved by different bodies (e.g. branch credit committee, head office credit committee(s), management board, supervisory board, etc.) and under personal limits (management board members, branch managers, etc.);
 - Voting procedures on credit committees: majority decisions / unanimity / veto rights.
- 3.14. Breakdowns of the corporate and retail loan portfolios by amounts approved by different bodies and (in aggregate) under personal limits (as described in question 3.13, above) at the latest year-end date. Proportion of each portfolio originated at the branch level.
- 3.15. Breakdown of the corporate loan portfolio by type of security, or unsecured, at the latest year-end date. Under what circumstances, if any, does the bank make unsecured loans?

- 3.16. Details of the 10 largest non-performing exposures at the year end.
- 3.17. Breakdown of the customer loan book at the year end by the categories 'Standard', 'Watch', 'Substandard', 'Doubtful' and 'Non-Performing'. Please provide the criteria for these classifications.
- 3.18. What was the volume of restructured loans at the year-end.
- 3.19. Information requested in questions 3.1-3.16 (with the exceptions of 3.8, 3.10 and 3.11) at the latest available month-end date.
- 3.20. Historical default data and expected loss forecasts, if available, for different sub-portfolios of the customer loan book.
- 3.21. Do you have a separate section to manage impaired loans? If so, how is it organised? Please provide recovery rates.
- 3.22. Aggregate month-end balances of loans to customers and off-balance sheet credit commitments for the last full year and the current year to date.
- 3.23. Aggregate month-end balances of interbank exposures for the last full year and the current year to date.
- 3.24. Month-end loan balances of 20 biggest customers for the last full year and the current year to date, the twenty biggest borrowers being those with the largest balances at the month-end in question.
- 3.25. Description of credit derivatives which the bank used during the last full year and the current year to date indicating aim (risk management, income generation, etc.), structure and terms of transactions. Breakdown of derivative counterparties by credit quality.
- 3.26. Description of the approach to credit risk adopted for Basel II purposes, and any plans in this respect.

4. Securities portfolio and trading activities

- 4.1. Brief overview of securities operations: to what extent are these for liquidity purposes, proprietary trading or to support client trading business?
- 4.2. Breakdown of the securities portfolio at the latest year-end and latest month end/current dates, as per the valuation principles applied in preparation of the financial statements. Please state those principles.

- 4.3. Breakdown of month-end balances of securities by type for the last full year and the current year to date.
- 4.4. Description of the limits used to control securities trading activity. e.g.:
- Position limits for types of securities (e.g. sovereign local currency risk, sovereign FX risk, corporate bonds, equities, etc.) – all such limits to be provided;
 - Position limits for individual issuers / instruments – only limits in excess of 5% of bank equity to be provided;
 - Position limits for individual traders / departments;
 - Stop loss limits for individual positions;
 - Value at Risk (VaR) limits for portfolios / issuers / instruments, indicating type of VaR (historical observation / statistical simulation / delta normal), holding period and confidence level. Maximum VaR of total securities portfolio and sub portfolios (if available) during last full year and current year to date;
 - Please provide details of any breaches of those limits or any adjustments to those limits in the year.
- 4.5. Description of the bank's involvement in the reverse repo and repo markets (including major counterparties, approximate volume of operations, tenors, underlying assets, haircuts). Month-end balances of reverse repo transactions during the last full year and the current year to date.
- 4.6. Breakdown by individual security over 5% of the bank's equity.
- 4.7. For debt securities, please provide a breakdown of the portfolio by credit rating at the last year-end date.
- 4.8. Breakdown of the portfolio of government securities by maturity and coupon/yield.
- 4.9. Breakdown of outstanding securities derivative transactions at last year-end date and latest date available.
- 4.10. Are derivatives documented under agreements that include collateral transfers to and/or from bank counterparties (e.g. ISDA/Credit Support Annex agreements)? Please provide the net amounts of collateral posted and received under such agreements. Please provide also the mark-to market position on your derivatives book net of collateral.

5. Foreign exchange risk

- 5.1. Description of the limits used to control foreign exchange trading activity. e.g.:

- Position limits for foreign currencies in aggregate and for individual currencies where limit is more than 5% of bank equity;
 - Intra-day versus overnight limits;
 - Stop loss limits;
 - Value at Risk (VaR) limits, indicating type of VaR (historical observation / statistical simulation / delta normal), holding period and confidence level. Maximum VaR of total currency exposures (if available) during last full year and current year to date;
 - Please provide details of any breaches of those limits or any adjustments to those limits in the year.
- 5.2. Description of relative weight of proprietary and client operations in foreign exchange trading activities.
- 5.3. Description of policy as regards the bank's open foreign currency positions and list of limits for such positions in excess of 5% of the bank's equity. List of open currency positions in excess of 5% of equity at last year-end date and latest date available, with breakdown into on- and off-balance sheet components, if these are not provided in IFRS financial statements.
- 5.4. Please provide details of the maximum open FX position of the bank during the last year.
- 5.5. Description of foreign exchange derivatives used in trading operations or to manage open foreign currency positions. Breakdown of outstanding FX derivative contracts at last year-end and as of latest date.
- 6. Funding**
- 6.1. List of 20 largest aggregate customer balances (term deposits and current accounts combined) and 10 largest aggregate bank balances (loans, deposits, loan accounts, etc., combined), at the latest year-end date and the latest month-end date available in the current year.
- 6.2. List of 20 largest aggregate customer balances at the end of each month during the last full year and the current year to date.
- 6.3. Aggregate month-end balances during the last full year and the current year to date of:
- Corporate current accounts;
 - Corporate term deposits;
 - Individuals' current accounts;

- Individuals' term deposits;
 - Interbank loans/deposits;
 - Interbank loro account balances;
 - Promissory notes issued.
- 6.4. Details of bonds, eurobonds, other debt issues outstanding and syndicated loans outstanding (maturity, size, coupon/interest rate, options, discounts, etc.), together with issue prospectuses / offering circulars. Information only required for instruments not rated by Capital Intelligence.
- 6.5. Details of any debt issuance and syndicated loan plans for the current year and next year.
- 6.6. Details of credit facilities received from International Financial Institutions ("IFIs") (e.g. EBRD, IFC, national development banks/funds such as DEG, etc.):
- Name of facility and when approved;
 - Currency, size and tenor of facility;
 - Amount utilised at latest date available;
 - Purpose of funding;
 - Role of IFI, if any, in credit decisions pertaining to the use of the funds.

Brief details of other IFI facilities expected to be received.

- 6.7. Details of financial covenants assumed by the bank in the framework of funding agreements (debt, syndicated loan, IFI or other).

7. Liquidity and asset/liability management

- 7.1. Description of the bank's liquidity and asset/liability management policies, and methods used to monitor their implementation. Include in the description the following, if they exist:
- All target balance sheet structure ratios (e.g. loans to assets, liquid assets to assets, loans to deposits, deposits to total liabilities, etc.);
 - Liquidity gap limits for different maturities/currencies, indicating if these limits apply to contractual or forecast asset/liability maturities and – if the latter – how forecast maturities are derived;
 - List of assets which the bank considers to be liquid.
- 7.2. An example of the bank's asset and liability management reports at any recent date.

- 7.3. Copies of the tables showing contractual maturities of assets and liabilities in the main currencies at the end of the last financial year and at each quarter end during the current financial year.
- 7.4. Details of any liquidity stress testing undertaken by the bank: descriptions of scenarios, possible sources of emergency liquidity, results of stress tests.
- 7.5. Description of interest rate risk management policy. Include information on the following if applicable:
- Minimum / maximum rates for assets / liabilities, minimum permitted interest rate spreads / margins;
 - Amounts of floating rate assets and liabilities outstanding at most recent balance sheet date;
 - Outstanding interest rate derivative contracts (counterparty, notional amount, receiving fixed/floating, terms, maturity, etc.);
 - Description of, and results of, most recent interest rate stress tests undertaken by the bank, e.g. impact on net income of 1% upward/downward shifts in rates.
- 7.6. Description of assets pledged or securitised by the bank at last year-end date and most recent date available, with the exception of repo transactions. Indicate assets pledged / securitized, counterparty, funding received, terms of funding, market value of assets and the maturity of the transaction.
- 7.7. What percentage of interbank assets at last year-end date consisted of obligatory reserves with the Central Bank?

8. Capital/ownership

- 8.1. List of the bank's beneficial owners with a stake of more than 1% at the latest year end date and currently, with a breakdown for each beneficial owner of the direct shareholders through which the stakes are held, if relevant.
- 8.2. Information on relations between shareholders, as follows:
- Main provisions of shareholders' agreements, if these exist;
 - Details of any pre-emptive rights which any of the owners have in respect to stakes of other shareholders;
 - Details of any put/call options which exist in respect to any of the stakes;
 - Details of any put options in the bank's debt issues or other funding agreements which can be triggered by ownership changes.

- 8.3 Description of the owners' attitude to providing support for the bank in case of need, and examples of support being made available previously. How quickly could support be made available in the form of liquidity or capital in case of need?
- 8.4 Description of any forecast changes in ownership, and of capital raising plans for this year and beyond (providing reconciliation with forecast balance sheets prepared in answer to question 1.4.).
- 8.5 Details of the calculation of the bank's Total and Tier I capital adequacy ratios per Basel guidelines and per local accounting standards as of the last year end and the latest reporting date. Please explain the main differences between the two.
- 8.6 Volume and maturity profile of hybrid Tier 1 and details of plans to raise Tier 1 capital.
- 8.7 Target capital ratios of the bank, and whether these target ratios are expected to evolve over time.
- 8.8 Description of the bank's dividend policy and forecasts (if they exist) of dividend payments during this year and next year.
- 8.9 Please provide information on pension liabilities (please specify if on- or off-balance sheet). Has the bank a voluntary pension fund? Is it fully funded? Has the bank provided against future liabilities?
- 8.10 Details of Basel II capital ratio estimates.

9. Performance and earnings

- 9.1 Developments in interest income and overall margins.
- 9.2 Please provide the level of interest income from government bonds.
- 9.3 Over what time frame do you accrue initial fees earned on loan arrangements? Contractual maturity or estimated life? Please provide details.
- 9.4 Please provide the level of net interest income accrued on impaired loans, and the associated level of loan loss provisioning.
- 9.5 What is your policy regarding recognition of interest on "problem" loans?
- 9.6 Are there any non-recurring items, which distort comparisons with previous years, e.g. special dividends or interest received on non-accrual loans?

- 9.7. Breakdown by category of fees and commissions received and paid during the last full year.
- 9.8. Does the bank have a specific strategy to increase the contribution of fee income?
- 9.9. Breakdown of gains and losses on securities (including into realised and unrealised) by type for the last full year. Please provide the amounts of the 10 largest profits and losses made on individual securities/transactions for the last full year.
- 9.10. Breakdown of foreign exchange gains and losses into translation gains/losses and trading gains/losses for the last full year, if this is not available in the IFRS financial statements.
- 9.11. Please split the loan loss provisioning charge between individually assessed provisions and Incurred But Not Reported (“IBNR”) provisions. Please provide IBNR by portfolio and the assumptions behind the calculation.
- 9.12. If applicable, details of extraordinary or exceptional income and expenses.
- 9.13. Details of any trends in the cost base, any plans to reduce costs or any investments that will increase expenditure (e.g. in IT).
- 9.14. Breakdown of items 9.1-9.9 for the current year to the latest month-end date available.
- 9.15. Please provide details of the last full year and the current year performance against budget. Please explain any significant differences.

10. Legal/operational risks and other matters

- 10.1. Details of any court cases, legal suits or other contingencies, current or pending, involving sums equal to 5% or more of the bank’s equity, and likely to involve the bank.
- 10.2. Please provide details of the methods used to monitor and manage operational risk.
- 10.3. Where do you believe the bank’s key operational risks to lie?
- 10.4. Details of any loss database, including how long it has been in operation, if applicable, or plans to establish one.
- 10.5. Have you experienced any significant operational losses in the last year?

- 10.6. Describe any contingency plans to cope with disruption to your business, including a major systems failure.
- 10.7. Details of any other issues not covered in the current questionnaire which could have a material impact on the financial position and credit profile of the bank.