

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

VLOGA BONITETNIH AGENCIJ V FINANČNI KRIZI

Ljubljana, julij 2016

JURE MRAVLJAK

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Jure Mravljak, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Vloga bonitetnih agencij v finančni krizi, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem prof. dr. Vasjo Rantom,

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravil samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobil vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označil;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnal v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobil soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne 18.7.2016

Podpis študenta: _____

KAZALO

UVOD	1
1 OPREDELITEV IN ZNAČILNOSTI PANOGE BONITETNIH OCEN.....	3
1.1 Kratka uvodna predstavitev bonitetnih ocen	3
1.2 Opredelitev bonitetnih ocen.....	4
1.3 Vrste, zgornje meje, obeti in pregledi bonitetnih ocen.....	6
1.3.1 Dolgoročne in kratkoročne bonitetne ocene	6
1.3.2 Bonitetne ocene izdajateljev in bonitetne ocene izdaj oziroma posameznih obveznosti	6
1.3.2.1 Bonitetne ocene izdajateljev	6
1.3.2.2 Bonitetne ocene izdaj oziroma posameznih obveznosti	7
1.3.3 Temeljne bonitetne ocene in ocene strukturiranih finančnih instrumentov.....	7
1.3.4 Bonitetne ocene v domači in tuji valuti	8
1.3.5 Naročene in nenaročene bonitetne ocene.....	9
1.3.6 Bonitetne ocene, dodeljene na podlagi globalnih ali nacionalnih lestvic	9
1.3.7 Zgornja meja za države	9
1.3.8 Obeti za bonitetne ocene	10
1.3.9 Pregled bonitetne ocene	10
1.4 Glavne značilnosti panoge izdajanja bonitetnih ocen.....	11
1.4.1 Vstopne ovire	11
1.4.2 Natančnost ali stabilnost bonitetnih ocen?.....	12
1.4.3 Določanje bonitetne ocene	15
1.5 Poslovno-finančni model delovanja bonitetnih agencij.....	15
1.6 Težave in konflikti interesov pri delovanju bonitetnih agencij	16
1.6.1 Konflikti interesov	16
1.6.2 Pomanjkanje konkurence	17
1.6.3 Regulativa in drugi predpisi, vezani na bonitetne ocene	18
1.6.4 Počasna odzivnost bonitetnih ocen in nevarnost procikličnega delovanja	20
1.6.5 Nenaročene bonitetne ocene	20
1.6.6 Pomanjkanje preglednosti	21
1.6.7 Pomanjkanje odgovornosti	22
1.7 Funkcije bonitetnih agencij in omejitve le-teh	24
1.7.1 Funkcije bonitetnih agencij	24
1.7.1.1 Funkcija informacijskega posrednika	24
1.7.1.2 Funkcija nadzora oziroma monitoringa	25
1.7.1.3 Funkcija certificiranja	26
1.7.1.4 Funkcija primerjave	27
1.7.2 Omejitve pri opravljanju njihovih funkcij	27
1.8 Zgodovinski razvoj bonitetnih agencij	27
1.8.1 Nastanek bonitetnih agencij in njihov razvoj do 70-ih let prejšnjega stoletja	27

1.8.2	Uvedba NRSRO in sprememba modela delovanja.....	32
2	VLOGA BONITETNIH AGENCIJ V FINANČNI KRIZI.....	34
2.1	Ozadje in izbruh globalne finančne krize ter vloga bonitetnih agencij pri razmahu strukturiranih finančnih instrumentov	34
2.1.1	Listinjenje premoženja.....	35
2.1.1.1	Razvoj listinjenja na kratko	35
2.1.1.2	Glavne značilnosti in prednosti listinjenja	36
2.1.1.3	Slabosti in tveganja, povezana z listinjenjem.....	36
2.1.2	Listinjenje in bonitetne agencije	38
2.1.2.1	Vzroki za slabšo kakovost in nižje standarde pri bonitetnih ocenah strukturiranih instrumentov	39
2.1.2.2	Sodelovanje bonitetnih agencij in izdajateljev pri strukturiranju teh instrumentov	42
2.1.3	Vloga in motivi bonitetnih agencij pri strukturiranih finančnih instrumentih.....	44
2.1.4	Vpliv razmaha strukturiranih finančnih instrumentov na poslovanje agencij	46
2.1.5	Ravnanje bonitetnih agencij po izbruhu globalne finančne krize.....	49
2.2	Ozadje in izbruh dolžniške ter finančne krize v Evropi	51
2.2.1	Vloga bonitetnih agencij pri izbruhu evropske dolžniške krize.....	51
2.2.1.1	Prednosti in tveganja, povezana z vstopom v EMU.....	54
2.2.1.2	Politike delovanja agencij v obdobju pred in ob izbruhu krize	55
2.2.2	Odziv EU na politiko delovanja bonitetnih agencij.....	57
2.2.3	Analiza gibanja makroekonomskih kazalnikov in bonitetnih ocen na primeru držav PIGS	59
2.2.3.1	Obdobje 2004–2009	59
2.2.3.2	Obdobje 2010–2014	62
3	PRIMERJAVA GIBANJA BONITETNIH OCEN IN RAZPONOV PRI ZAMENJAVAH KREDITNEGA TVEGANJA.....	66
3.1	Kratka opredelitev zamenjave kreditnega tveganja.....	66
3.2	Primerjalna analiza na primeru držav PIGS in Slovenije	67
3.2.1	Grčija	67
3.2.2	Portugalska.....	70
3.2.3	Španija	71
3.2.4	Irska	73
3.2.5	Slovenija	74
3.3	Bonitetne ocene ali razponi pri zamenjavah kreditnega tveganja?.....	76
4	PREDLOGI ZA IZBOLJŠANJE DELOVANJA BONITETNIH AGENCIJ	78
4.1	Konkurenčnost v panogi in predlog ustanovitve evropske bonitetne agencije	78
4.1.1	Povečanje konkurence	78
4.1.2	Predlogi za ustanovitev evropske bonitetne agencije	79
4.1.2.1	Javno financirana evropska bonitetna agencija	80
4.1.2.2	Evropska bonitetna agencija, financirana s strani vlagateljev	81

4.1.2.3	Kako so se obnašale že obstoječe evropske bonitetne agencije?.....	82
4.2	Predlogi sprememb v delovanju bonitetnih agencij	83
4.2.1	Vrnitev k modelu, kjer za oceno plačuje vlagatelj.....	83
4.2.2	Neprofitna bonitetna agencija	84
4.2.3	Centralna platforma za bonitetne ocene.....	85
4.2.3.1	Evropski bonitetni sklad	86
4.2.4	Večja odgovornost bonitetnih agencij	87
4.2.5	Odprava regulatornih licenc.....	87
4.3	Nekateri ostali predlogi sprememb v delovanju bonitetnih agencij	89
4.3.1	Plačilo glede na uspešnost	89
4.3.2	Objava razpona tveganja.....	89
4.3.3	Predhodno zadržanje bonitetnih ocen slabše kvalitete.....	90
4.3.4	Pristop razkrij ali povrni pri ocenjevanju novih instrumentov	90
4.3.5	Potrditev in pregled modelov bonitetnih agencij s strani regulatorja	90
4.3.6	Plačilo agencijam v instrumentih, ki jih te ocenjujejo	90
4.3.7	Bonitetne ocene kot javna dobrina.....	91
4.3.8	Standardizacija ocen med bonitetnimi agencijami	91
4.4	Pogled na možne spremembe v modelu delovanja bonitetnih agencij	92
	SKLEP	92
	LITERATURA IN VIRI	96
	PRILOGE	

KAZALO SLIK

Slika 1:	Povprečni delež bonitetnih ocen agencije S&P, nespremenjen v enem letu (1975–2009).....	14
Slika 2:	Sestava ocen eno leto pred neplačilom v obdobju 1920–1939 (44 izdaj).....	29
Slika 3:	Rast izdaj strukturiranih finančnih instrumentov v obdobju pred krizo.....	46
Slika 4:	Gibanje cen delnic glavnih treh bonitetnih agencij oziroma njihovih nadrejenih družb in primerjava s tržnima indeksoma.....	47
Slika 5:	Gibanje čistega dobička in deleža prihodkov iz naslova bonitetnih ocen strukturiranih financ v celotnih prihodkih podjetja Moody's Corporation.....	48
Slika 6:	Gibanje prihodkov iz naslova bonitetnih ocen strukturiranih financ in prihodkov iz naslova ocen podjetniških financ podjetja Moody's Corporation.....	49
Slika 7:	Delež zvišanj in znižanj bonitetnih ocen strukturiranih finančnih instrumentov s strani agencije Fitch v obdobju do leta 2009	50
Slika 8:	Stopnja rasti realnega BDP za države PIGS po letih v obdobju 2004–2009	59
Slika 9:	Stopnja brezposelnosti za države PIGS po letih v obdobju 2004–2009	60
Slika 10:	Delež proračunskega salda v BDP za države PIGS po letih v obdobju 2004–2009	60

Slika 11: Delež javnega dolga v BDP za države PIGS po letih v obdobju 2004–2009	61
Slika 12: Gibanje bonitetnih ocen agencije Fitch za države PIGS v obdobju 2004–2009..	61
Slika 13: Gibanje bonitetnih ocen agencije Moody's za države PIGS v obdobju 2004– 2009	62
Slika 14: Stopnja rasti realnega BDP za države PIGS po letih v obdobju 2009–2014	63
Slika 15: Stopnja brezposelnosti za države PIGS po letih v obdobju 2009–2014	63
Slika 16: Delež proračunskega salda v BDP za države PIGS po letih v obdobju 2009– 2014	64
Slika 17: Delež javnega dolga v BDP za države PIGS po letih v obdobju 2009–2014	64
Slika 18: Gibanje bonitetnih ocen agencije Fitch za države PIGS v obdobju 2009–2014..	65
Slika 19: Gibanje bonitetnih ocen agencije Moody's za države PIGS v obdobju 2009– 2014	66
Slika 20: Primerjava razponov pri 10-letnih zamenjavah grškega kreditnega tveganja z bonitetnimi ocenami v obdobju 01.01.2008–31.12.2009	68
Slika 21: Primerjava razponov pri 10-letnih zamenjavah grškega kreditnega tveganja z bonitetnimi ocenami v obdobju 01.01.2010–31.08.2011	69
Slika 22: Primerjava razponov pri 10-letnih zamenjavah portugalskega kreditnega tveganja z bonitetnimi ocenami v obdobju 01.01.2008–31.12.2009	70
Slika 23: Primerjava razponov pri 10-letnih zamenjavah portugalskega kreditnega tveganja z bonitetnimi ocenami v obdobju 01.01.2010–31.08.2011	71
Slika 24: Primerjava razponov pri 10-letnih zamenjavah španskega kreditnega tveganja z bonitetnimi ocenami v obdobju 01.01.2008–31.12.2009	72
Slika 25: Primerjava razponov pri 10-letnih zamenjavah španskega kreditnega tveganja z bonitetnimi ocenami v obdobju 01.01.2010–31.08.2011	72
Slika 26: Primerjava razponov pri 10-letnih zamenjavah irskega kreditnega tveganja z bonitetnimi ocenami v obdobju 29.01.2009–31.12.2009	73
Slika 27: Primerjava razponov pri 10-letnih zamenjavah irskega kreditnega tveganja z bonitetnimi ocenami v obdobju 01.01.2010–31.08.2011	74
Slika 28: Primerjava razponov pri 10-letnih zamenjavah slovenskega kreditnega tveganja z bonitetnimi ocenami v obdobju 29.01.2009–31.12.2009	75
Slika 29: Primerjava razponov pri 10-letnih zamenjavah slovenskega kreditnega tveganja z bonitetnimi ocenami v obdobju 01.01.2010–31.08.2011	75

UVOD

Nedavna svetovna finančna in gospodarska kriza je vrgla precejšen dvom na delovanje bonitetnih agencij, ki so z dodeljevanjem preveč darežljivih in optimističnih bonitetnih ocen novim ter kompleksnim finančnim instrumentom povzročile skorajšnji kolaps finančnega sistema. Zaradi velike kompleksnosti teh strukturiranih finančnih instrumentov (angl. *structured finance*) so bile lastne analize kreditnega tveganja zelo otežene, zato so se vlagatelji skoraj brezpogojno zanašali na ocene bonitetnih agencij (Mason & Rosner, 2007, str. 18). Visoke bonitetne ocene teh instrumentov so ob njihovi razmeroma visoki donosnosti zato privabile številne vlagatelje, ki pa so prepozno ugotovili, da so ti strukturirani instrumenti precej bolj tvegani od »tradicionalnih« naložb s primerljivimi bonitetnimi ocenami. Pri ocenjevanju kreditnega tveganja teh strukturiranih finančnih instrumentov je bilo, kot bom prikazal v nalogi, kar nekaj težav in pomanjkljivosti. Za krizo sicer niso krive samo bonitetne agencije, ampak tudi pomanjkanje skrbnosti s strani vseh preostalih udeležencev, od vlagateljev, regulatorjev pa do finančnih institucij, saj so se vsi zanašali na to, da bodo bonitetne agencije dodatno skrbne tudi za njih in v njihovem imenu, kar pa je verjetno malce iluzorno pričakovati od zasebnih podjetij, katerih cilj je čim večji dobiček (McClintock Ekins & Calabria, 2012, str. 32).

Bonitetne agencije so bile deležne kritik, da so bile med povzročiteljicami tako finančne kot dolžniške krize, s svojimi reakcijami pa naj bi še poslabševale razmere, katere so predhodno v precejšnji meri same povzročile, in sicer tako v primeru ocen strukturiranih finančnih instrumentov kot tudi s prepoznim in pretiranim zniževanjem bonitetnih ocen določenih evropskih držav. Nižja je bonitetna ocena države, težje in dražje takšna država, ki je že tako ali tako v težavah, pride do finančnih sredstev. Zaradi tega so bile nekatere države, kot npr. Grčija, v zadnji finančni in gospodarski krizi primorane zaprositi za mednarodno pomoč.

Namen magistrskega dela je skušati odgovoriti na zastavljena raziskovalna vprašanja, ki se porajajo na podlagi slabosti pri delovanju bonitetnih agencij, katere so se pokazale predvsem v finančnih krizah, pri čemer bo poudarek naloge predvsem na nedavni globalni finančni krizi. Vzroke za izkazane slabosti bom skušal poiskati preko analize zgodovinskega razvoja panoge, v kateri so na prestolu tri bonitetne agencije, in sicer Standard & Poor's (S&P), Moody's Investors Service (Moody's) in Fitch Ratings (Fitch), ostale agencije pa so obsojene na drobiž. Pri tem se bom osredotočil tudi na pregled sprememb v uporabljenih modelih delovanja bonitetnih agencij in preko tega iskal vzroke za konflikte interesov, katere je nedavna kriza še bolj izpostavila. Analiza bo zajemala tudi pregled motivov, ki so bonitetne agencije vodili pri njihovem delovanju, sploh v letih pred izbruhom krize. Zaradi opaznih slabosti bom analiziral tako nekatere alternativne predloge za delovanje bonitetnih agencij kot tudi predloge v smeri večje konkurence, med njimi predlog ustanovitve evropske bonitetne agencije, ter skušal ugotoviti, če bi kateri od teh

prinesel pomembne izboljšave na trg bonitetnega ocenjevanja, podrobneje pa se bom osredotočil tudi na primerjavo informativne vrednosti bonitetnih ocen in zamenjav kreditnega tveganja (angl. *credit default swaps*) tik pred in ob izbruhu evropske dolžniške krize. S pomočjo teoretične in analize na praktičnih primerih bom tako skušal potrditi ali ovreči naslednja raziskovalna vprašanja:

- v obravnavani panogi obstajajo vstopne ovire, ki omejujejo konkurenco in utrujejo moč obstoječih bonitetnih agencij;
- večja konkurenca v panogi ne bi nujno pomenila tudi večje kvalitete bonitetnih ocen;
- bonitetne agencije so strukturiranim finančnim instrumentom dodeljevale neupravičeno visoke bonitetne ocene in s tem prispevale k nastanku finančne krize;
- bonitetne agencije delujejo prociklično, kar lahko še poslabša razmere v času kriz;
- prevladujoč model delovanja bonitetnih agencij, kjer za bonitetno oceno plača izdajatelj, je podvržen konfliktu interesov, kar vpliva tudi na kvaliteto bonitetnih ocen;
- obstajajo alternativni modeli delovanja bonitetnih agencij, ki bi lahko izboljšali njihovo delovanje in verodostojnost bonitetnih ocen;
- razponi pri trgovanju z zamenjavami kreditnega tveganja bolje odražajo tržne razmere kot pa same bonitetne ocene in bi zato lahko predstavljali alternativo ocenam.

Magistrsko delo je sestavljeno iz štirih glavnih poglavij. V prvem poglavju bom najprej predstavil, kaj bonitetne ocene in bonitetne agencije sploh so, kaj je njihova funkcija, kako delujejo in kje so njihove omejitve oziroma pomanjkljivosti. Precejšen del prvega poglavja bom namenil zgodovinskemu razvoju te panoge in predstavitvi najpomembnejših prelomnic, ki so vplivale na njen razvoj.

Drugo poglavje se bo začelo z opisom dogajanja v letih pred krizo in prikazom glavnih razlogov, ki so pripeljali do kasnejšega zloma. Analiziral bom tudi vlogo investicijskih bank kot izdajateljev tovrstnih instrumentov ter njihov odnos in povezanost z bonitetnimi agencijami, ob tem pa prikazal pomanjkljivosti, ki so se pojavljale pri vrednotenju tovrstnih finančnih instrumentov. Poglavje se bo nadaljevalo z analizo dolžniške krize v Evropi. Analiza bo potekala tako teoretično kot tudi s prikazom reakcij bonitetnih agencij glede ocen najbolj izpostavljenih evropskih držav v času krize.

V tretjem poglavju bom predstavil eno izmed možnih alternativ bonitetnim ocenam, to so razponi pri zamenjavah kreditnega tveganja. Na primerih držav Portugalske, Irske, Grčije in Španije (v nadaljevanju države PIGS), dodatno pa tudi Slovenije, bom analiziral spremembe bonitetnih ocen (in druge reakcije agencij) ter gibanje omenjenih razponov in skušal ugotoviti, katera izmed teh dveh mer ima večjo informativno vrednost.

Zadnje poglavje bo namenjeno predstavitvi predlaganih in že sprejetih sprememb na področju delovanja bonitetnih agencij. V luči želja po večji konkurenci na trgu izdajanja

bonitetnih ocen bom predstavil in analiziral tudi predlog o ustanovitvi evropske bonitetne agencije ter vse njegove prednosti in slabosti, ob tem pa dodal še nekatere druge predloge sprememb v delovanju bonitetnih agencij. Kot povsod tudi tu na tem področju ni popolnih rešitev, zato bom predstavil tako prednosti kot tudi pomanjkljivosti oziroma omejitve teh predlogov. Magistrsko delo bom zaključil s sklepnimi ugotovitvami, navedbo literature in virov ter prilogami, v katerih bom predstavil vlogo bonitetnih agencij v dveh preteklih krizah, azijski in argentinski.

1 OPREDELITEV IN ZNAČILNOSTI PANOGE BONITETNIH OCEN

1.1 Kratka uvodna predstavitev bonitetnih ocen

Bonitetne agencije praviloma razlikujejo med tremi vrstami bonitetnih ocen, in sicer med kreditnimi bonitetnimi ocenami (angl. *credit ratings*), nekreditnimi bonitetnimi ocenami (angl. *non-credit ratings*) in ostalimi bonitetnimi ocenami (angl. *other ratings*) (Kacafura, 2009, str. 12). V magistrski nalogi se bom posvetil prvi, najbolj razširjeni in najpomembnejši skupini bonitetnih ocen, to so kreditne bonitetne ocene (v nadaljevanju bonitetne ocene ali kar ocene). Pri tovrstnih ocenah bonitetne agencije, povedano preprosto, ocenjujejo verjetnost, da obveznosti ne bodo izpolnjene oziroma poplačane (Hunt, 2008, str. 5).

Bonitetne agencije tako ocenjujejo verjetnost, da določen izdajatelj v splošnem ne bo izpolnil svojih finančnih obveznosti (bonitetna ocena izdajatelja) oziroma verjetnost, da izdajatelj ne bo izpolnil obveznosti, ki se nanašajo na določen dolžniški instrument (bonitetna ocena instrumenta). Poudarek pri bonitetnih ocenah ni na absolutnem, temveč na relativnem kreditnem tveganju (Dittrich, 2007, str. 9). Bonitetne ocene, kot poudarjajo bonitetne agencije, odražajo samo kreditno tveganje in ne tudi tveganj, ki izhajajo iz drugih dejavnikov, kot je npr. likvidnost. Običajno se smatra, da je kreditno tveganje sestavljeno iz dveh komponent, verjetnosti neplačila (angl. *probability of default*) in pričakovane izgube v primeru neplačila (angl. *loss given default*). Kako se ti dve komponenti kombinirata, če sploh se, znotraj posamezne bonitetne ocene, je odvisno od tega, na kaj se bonitetna ocena nanaša, in od agencije, ki to oceno izdaja. Nekatere bonitetne ocene naj bi tako poleg verjetnosti neplačila upoštevale tudi drugo omenjeno komponento kreditnega tveganja (Hunt, 2008, str. 36, 40), nekoliko več o tem pa v nadaljevanju.

Tovrstne ocene kreditnega tveganja so tako zakoreninjene v delovanje finančnih trgov, da morajo izdajatelji, ki želijo priti do sredstev na kapitalskih trgih, skorajda nujno predhodno pridobiti bonitetno oceno. Ta udeležencem na trgih, ki so pripravljeni ta sredstva posoditi, zagotavlja informacijo o izdajateljevi kreditni sposobnosti in vpliva na določanje cene, ki jo mora ta plačati za financiranje (Gavras, 2012). Izdajatelji z nižjo bonitetno oceno morajo

razumljivo plačati višjo ceno financiranja kot boljše ocenjeni izdajatelji. Ko je bonitetna ocena izdana, pa vloga bonitetnih agencij s tem še ni zaključena, saj se od njih pričakuje tudi stalno spremljanje izdajatelja ter ustrezno posodabljanje bonitetne ocene, tako da bo ta čim bolj odražala njegovo kreditno sposobnost (Ferri et al., 1999, str. 335). Enaka skrbnost se seveda pričakuje tudi v primeru bonitetnih ocen, ki se nanašajo na finančne instrumente.

Bonitetne ocene pa ne vplivajo samo na ceno financiranja, ampak določajo tudi nabor potencialnih vlagateljev. Določeni predpisi namreč prepovedujejo institucionalnim vlagateljem, da bi ti vlagali v instrumente, katerih bonitetna ocena je nižja od določenega nivoja oziroma zahtevajo, da se v primeru naložb v takšen instrument zagotovi dodaten kapital. To pomeni, da se nabor vlagateljev, ko gre za instrumente, ki padejo v t.i. špekulativni razred, zelo skrči (Ferri et al., 1999, str. 336). Ena od težav, povezanih z bonitetnimi ocenami, je prav v tem, da so ocene zasebnih agencij vstavljene v regulativne predpise po vsem svetu, ki pa so v javni domeni, saj se te npr. uporabljajo za ocenjevanje tveganosti bančnih portfeljev in ugotavljanje, koliko kapitala potrebujejo institucije, da bodo varne pred nesolventnostjo (Gavras, 2012). S tem bonitetne agencije vplivajo na to, kako vlagatelji zaznavajo in definirajo kreditno tveganje. Zaradi tega so izdajatelji in vlade pod pritiskom, da se prilagodijo merilom, določenim s strani bonitetnih agencij, saj so te postale tako zakoreninjene na mednarodnih finančnih trgih, da so njihove ocene postale standard, katerega morajo upoštevati (Düker, 2012, str. 17).

Čeprav je kreditno tveganje pomemben dejavnik pri vlagateljevi odločitvi o nakupu določenega finančnega instrumenta, pa to ni in ne sme biti edini dejavnik. Ostali dejavniki, ki naj bi se upoštevali, so med drugim cena tega instrumenta pa tudi vlagateljeva naklonjenost oziroma nenaklonjenost tveganju. Teh dejavnikov bonitetne agencije ne upoštevajo, zato, kot trdijo, njihove ocene niso priporočila, ali naj se določen finančni instrument kupi ali ne (Hunt, 2008, str. 37).

1.2 Opredelitev bonitetnih ocen

Bonitetne ocene so torej v prihodnost usmerjena mnenja o relativnem kreditnem tveganju finančnih obveznosti, izdanih s strani nefinančnih podjetij, finančnih institucij, družb za izdajo strukturiranih finančnih instrumentov (angl. *structured investment vehicles*), subjektov javnega sektorja ipd. Kreditno tveganje agencije definirajo kot nevarnost, da subjekt ne bo izpolnil svojih pogodbenih finančnih obveznosti, ko te zapadejo (Moody's Investors Service, 2014), kar pomeni, da bonitetne ocene odražajo mnenje o relativni sposobnosti subjekta za izpolnjevanje (vseh ali samo določenih) pogodbenih finančnih obveznosti, kot so npr. plačila obresti, odplačila glavnice, izplačila zavarovalnih zahtevkov ipd. (Fitch Ratings, 2014).

Bonitetne ocene torej ne izražajo absolutne verjetnosti neplačila določenega izdajatelja ali neizpolnitve določene obveznosti, ampak je ta izražena primerjalno glede na druge izdajatelje ali obveznosti. To pa ne pomeni, da izdajatelji ali obveznosti z isto bonitetno oceno nosijo popolnoma enako tveganje neplačila, saj so znotraj bonitetnih ocen iste kategorije lahko zajeti subjekti ali obveznosti, ki se nekoliko razlikujejo v stopnji tveganja (Fitch Ratings, 2014). Bonitetne agencije tako ne povedo, kolikšna natančno je verjetnost, da določen izdajatelj ne bo izpolnil (vseh ali določenih) svojih obveznosti, ampak samo, ali je verjetnost neizpolnitve obveznosti primerljiva, večja ali manjša kot pri (vseh ali določenih) obveznostih nekega drugega izdajatelja (Hunt, 2008, str. 37).

Poleg verjetnosti neplačila oziroma neizpolnitve finančnih obveznosti, po navedbah agencije Moody's, njene bonitetne ocene odražajo tudi ocenjeno finančno izgubo v primeru neplačila (Moody's Investors Service, 2014). Delno to velja tudi za agencijo Fitch, ki pri nekaterih vrstah bonitetnih ocen izrecno navaja, da je finančna izguba v primeru neplačila izključena iz presoje, pri nekaterih vrstah ocen pa ta parameter ni naveden kot izključen in se predvidoma upošteva, medtem ko se zdi, da agencija S&P tega dejavnika pri nobeni od svojih ocenah ne upošteva (Fitch Ratings, 2014; Hunt, 2008, str. 36). Pričakovana izguba v primeru neplačila predstavlja pričakovan znesek sredstev, ki ga posojilojemalec/vlagatelj izgubi, če posojilojemalec/dolжник ne izpolni svojih obveznosti.

Neplačilo oziroma nezmožnost odplačevanja obveznosti Moody's Investors Service (2014) in Fitch Ratings (2014) definirata kot:

- neizplačilo ali odloženo izplačilo glavnice in/ali obresti, ki ni v skladu s pogodbenimi določili ocenjene obveznosti;
- vložitev predloga za stečaj, prisilno poravnavo, likvidacija ali prenehanje opravljanja dejavnosti s strani izdajatelja/dolžnika;
- zamenjava obveznosti v stiski (angl. *distressed exchange*), kjer so upnikom ponujeni novi dolžniški instrumenti z zmanjšano vrednostjo ali slabšimi pogoji v primerjavi s prvotnimi, da se s tem dolжник izogne verjetnemu neplačilu.

Moody's dodatno kot dogodek, ki ga smatra kot neplačilo, navaja tudi prisilno zmanjšanje finančne obveznosti, npr. zaradi spremembe plačilnih ali drugih pogojev oziroma dejavnikov iz prvotne obljube. Ob tem pa dodaja, da njegova opredelitev neplačila ne vključuje zamujenih plačil, kadar so zamude (Moody's Investors Service, 2014):

- odpravljene v pogodbeno dovoljenem obdobju odloga plačila;
- posledica izključno tehničnih ali administrativnih napak in niso povezane s sposobnostjo ali pripravljenostjo za plačilo ter so odpravljene v zelo kratkem času.

V primeru ocenjevanja držav se neplačilo dolga do drugih vlad in uradnih upnikov, npr. Mednarodnega denarnega sklada (v nadaljevanju MDS) in Svetovne banke, običajno ne šteje pod dogodek, ki predstavlja neplačilo (International Monetary Fund, 2010, str. 88).

1.3 Vrste, zgornje meje, obeti in pregledi bonitetnih ocen

1.3.1 Dolgoročne in kratkoročne bonitetne ocene

Dolgoročne bonitetne ocene se običajno nanašajo na obveznosti s prvotno zapadlostjo enega leta ali več (Moody's Investors Service, 2014), medtem ko je pri kratkoročnih bonitetnih ocenah zgornja meja zapadlosti navadno postavljena pri dvanajstih (Standard & Poor's, 2012) ali trinajstih mesecih (Moody's Investors Service, 2014; Fitch Ratings, 2014). Dvanajst mesecev je sicer tudi običajni kriterij za razlikovanje med denarnim in kapitalskim trgom (Klemenčič, 2004).

Določen izdajatelj ali posamezna njegova obveznost ima lahko tako dolgoročno kot kratkoročno oceno. Običajno obstaja povezava med kratkoročnimi in dolgoročnimi bonitetnimi ocenami, npr. relativno višje kratkoročno tveganje neplačila kaže na povečano nevarnost neplačila v bližnji prihodnosti, kar se navadno upošteva tudi pri ocenjevanju dolgoročnega tveganja neplačila, na drugi strani pa je možno, da je zaradi nekih trenutnih dejavnikov kratkoročno tveganje neplačila relativno nizko, medtem ko je srednje in dolgoročno tveganje neplačila večje (Fitch Ratings, 2014).

Tudi ocenjevalne lestvice, ki jih agencije uporabljajo za dolgoročne in kratkoročne bonitetne ocene, so različne. Najpomembnejša bonitetna ocena agencij je dolgoročna, saj naj bi najbolj odražala relativno kreditno tveganje.

1.3.2 Bonitetne ocene izdajateljev in bonitetne ocene izdaj oziroma posameznih obveznosti

Bonitetne ocene lahko izražajo mnenje o relativni kreditni kvaliteti posamezne obveznosti ali relativni kreditni sposobnosti izdajatelja na splošno, ne glede na njegove posamezne dolžniške obveznosti (Moody's Investors Service, 2009). Bonitetne agencije so dolgo kreditno sposobnost izdajateljev ocenjevale preko kvalitete vrednostnih papirjev, ki so jih ti izdajali. Šele v 80-ih letih so začele ocenjevati splošno kreditno sposobnost (državnih) izdajateljev, ki ni bila vezana na posamezno finančno obveznost (Gaillard, 2012, str. 20).

1.3.2.1 Bonitetne ocene izdajateljev

Standard & Poor's (2012) bonitetno oceno izdajatelja (angl. *issuer credit rating*) bolj specifično definira kot v prihodnost usmerjeno mnenje o dolžnikovi splošni kreditni

sposobnosti, to je o njegovi sposobnosti in pripravljenosti, da izpolni svoje finančne obveznosti, ko te zapadejo. Ne nanaša se na nobeno specifično finančno obveznost, saj ne upošteva narave in določb, položaja v primeru stečaja ali likvidacije, statutarne preferenc ali zakonitosti in izvršljivosti, povezanih s posamezno obveznostjo.

Moody's pa bonitetno oceno izdajatelja opredeli še bolj podrobno, in sicer kot mnenje o sposobnosti subjekta, da izpolni nadrejeni nezavarovani dolg (angl. *senior unsecured debt*) in druge, dolgu podobne obveznosti. Ocena odraža vsakršno zunanjo podporo, ki naj bi veljala za vse sedanje ter prihodnje izdaje nadrejenih nezavarovanih finančnih obveznosti in pogodb, kot je recimo eksplicitna podpora v obliki garancije, ki pa mora veljati za vse, ne samo za določene izdajateljeve obveznosti in pogodbe. Ne odraža pa tveganj, povezanih z morebitnimi komercialnimi spori, prav tako pa ne upošteva vpliva morebitnih nadrejenih nezavarovanih obveznosti, ki jih ima izdajatelj do nadnacionalnih institucij in centralnih bank (npr. do MDS ali Evropske centralne banke (v nadaljevanju ECB)), ampak odraža samo tveganja, s katerimi se soočajo ostali vlagatelji (Moody's Investors Service, 2014).

1.3.2.2 Bonitetne ocene izdaj oziroma posameznih obveznosti

Bonitetna ocena izdaje (angl. *issue credit rating*) odraža pogled agencije na sposobnost in pripravljenost dolžnika za izpolnjevanje točno določenih finančnih obveznosti, ko te zapadejo. Kot navaja S&P, bonitetna ocena posamezne obveznosti upošteva tudi kreditno sposobnost porokov ali drugih oblik zavarovanja, ki izboljšujejo kreditno kvaliteto obveznosti, ter podrejenost oziroma nadrejenost obveznosti in tudi valuto, v kateri je obveznost denominirana. Bonitetna ocena izdaje temelji, v različni meri, na analizi (Standard & Poor's, 2012):

- verjetnosti plačila, ki zajema sposobnost in pripravljenost dolžnika, da izpolni svojo finančno obveznost v skladu s pogoji te obveznosti;
- narave in določil te obveznosti ter obljub, ki jih ta obveznost nosi;
- zaščite, ki jo ta obveznost daje v primeru stečaja, reorganizacije ali drugega dogovora v skladu z stečajnimi in drugimi zakoni, ki vplivajo na pravice upnikov.

1.3.3 Temeljne bonitetne ocene in ocene strukturiranih finančnih instrumentov

Vse tri največje bonitetne agencije razlikujejo bonitetne ocene strukturiranih finančnih instrumentov od osnovnih oziroma temeljnih ocen (tj. ocen, vezanih na nefinančna podjetja, finančne institucije in subjekte javnega sektorja), in sicer na način, da je pri vseh ocenah strukturiranih finančnih instrumentov dodana oznaka »sf«. Ta oznaka je bila uvedena na zahtevo evropske regulative za bonitetne agencije, ki je nastala kot odgovor na vlogo agencij pri izbruhu krize, predvsem preko njihovega podcenjevanja tveganj strukturiranih finančnih instrumentov (Commission of the European Communities, 2008).

Agencija Moody's navaja, da ta dodatna oznaka opozarja na to, da se strukturirane in temeljne ocene istega nivoja ne bodo nujno obnašale enako, saj imajo lahko drugačne značilnosti tveganja. Kljub temu pa si agencija po lastnih navedbah prizadeva, da bi, merjeno na dolgi rok, dosegla večjo usklajenost ter enakovrednost temeljnih in strukturiranih bonitetnih ocen (Moody's Investors Service, 2014).

Zapisano, povzeto iz zadnje dostopne publikacije v času pisanja, se malce razlikuje od zapisanega tako v njihovi publikaciji iz marca 2007 kot tudi iz novembra 2009, kjer je izpostavljena tendenca k temu, da bi bila pričakovana stopnja izgube, izražena preko verjetnosti neplačila in pričakovane izgube kot posledice neplačila, povezana z določenim simbolom in časovnim horizontom, enaka za vse obveznosti in izdajatelje, ocenjene po njihovi globalni lestvici. Moody's je v teh dveh publikacijah tudi poudarjal, da so metodologije ocenjevanja, ocenjevalne prakse in sistemi spremljanja uspešnosti zasnovani tako, da zagotavljajo konsistentnost v pomenu (Moody's Investors Service, 2007, 2009).

Enako kot Moody's sta seveda novo regulativo, ki je stopila v veljavo decembra 2009, morali spoštovati tudi preostali največji bonitetni agenciji, Standard & Poor's (2012) in Fitch Ratings (2014), ki sta poudarjali, da dodatek omenjene označbe k bonitetni oceni ne spreminja njene definicije ali mnenja o kreditni kvaliteti izdaje.

1.3.4 Bonitetne ocene v domači in tuji valuti

Bonitetne ocene se lahko nanašajo na obveznosti bodisi v tuji bodisi v domači valuti. Bonitetne ocene v domači valuti ocenjujejo verjetnost poplačila v valuti države, v kateri ima izdajatelj obveznosti sedež, in tako ne upoštevajo nezmožnosti pretvorbe lokalne valute v tujo valuto ali nezmožnosti izvedbe transakcij med državami, medtem ko bonitetne ocene v tuji valuti dodatno upoštevajo transferno tveganje in tveganje konvertibilnosti (Fitch Ratings, 2014).

Medtem ko je v primeru razvitih držav pogosto med oceno v tuji in oceno v domači valuti le malo razlike, pa je pri državah v razvoju ocena v domači valuti v splošnem višja. To je mogoče pripisati dejstvu, da je pogosto lažje odplačati dolg v domači kot pa tuji valuti, saj imajo centralne banke zmožnost, da natisnejo domačo valuto. Pri določanju ocene v tuji valuti pa je sposobnost države za pretvorbo domačih sredstev v tujo valuto bistvenega pomena. Države, ki so članice valutne unije, imajo ponavadi enake ocene v domači in tuji valuti. Ko tržni analitiki govorijo o bonitetnih ocenah držav, se to navadno nanaša na dolgoročne ocene v tujih valutah (International Monetary Fund, 2010, str. 101).

1.3.5 Naročene in nenaročene bonitetne ocene

Kadar izdajatelj naroči oceno svoje splošne kreditne sposobnosti ali kreditne sposobnosti določene njegove izdaje, govorimo o naročeni bonitetni oceni (angl. *solicited rating*), za katero naročnik tudi plača. Kadar bonitetno oceno agencija ne izdelava na pobudo in željo izdajatelja, ampak na svojo lastno pobudo, pa gre za nenaročeno bonitetno oceno (angl. *unsolicited rating*), za katero izdajatelj ne plača (Fulghieri et al., 2010, str. 1). Bonitetne ocene, ki ocenjujejo kreditno tveganje države, so večinoma nenaročene (Bartels & di Mauro, 2013).

1.3.6 Bonitetne ocene, dodeljene na podlagi globalnih ali nacionalnih lestvic

Glavnina bonitetnih ocen je dodeljenih na podlagi globalnih bonitetnih lestvic, s čimer je zagotovljena mednarodna primerljivost teh ocen. Poleg tega pa agencije dodeljujejo tudi ocene na podlagi nacionalnih lestvic, in sicer na določenih lokalnih kapitalskih trgih, kjer obstaja povpraševanje po njih (Fitch Ratings, 2014) in kjer globalne bonitetne lestvice vlagateljem ne zagotavljajo zadostnega razlikovanja ali pa so te v neskladju z bonitetnimi lestvicami, ki so že v splošni rabi v državi (Moody's Investors Service, 2014).

Nacionalne ocene so, enako kot globalne, lahko dolgoročne ali kratkoročne in so mnenja o relativni kreditni sposobnosti znotraj določene države. Te ocene niso namenjene za primerjavo med državami ali pa z globalnimi ocenami agencij, saj obravnavajo relativno kreditno tveganje v določeni državi, zato je vsaka nacionalna lestvica edinstvena in definirana za potrebe zadevnega lokalnega trga, z dodano oznako države oziroma regije pa se že na prvi pogled ločijo od ocen, dodeljenih po globalni bonitetni lestvici (Fitch Ratings, 2014; Moody's Investors Service, 2014).

1.3.7 Zgornja meja za države

Borensztein, Cowan in Valenzuela poudarjajo (2007, str. 3-4, 8), da kadar ima država bonitetno oceno, ki je na spodnjem delu lestvice, bodo bonitetne ocene podjetij iz te države pogosto prizadete, ne glede na njihovo finančno trdnost. Ta kanal predstavlja potencialni vir negativnih učinkov za zasebni sektor in zasebne kapitalske tokove predvsem v razvijajočih se gospodarstvih, kjer so ocene držav navadno nižje.

Dodajajo, da do leta 1997 bonitetne agencije zasebnemu podjetju niso nikoli dodelile višje ocene, kot so jo dodelile izdajam države, v kateri je bil sedež tega podjetja. Ta politika se je po letu 1997 nekoliko sprostila. Čeprav je bila politika zgornje meje države postopoma sproščena in nekateri posojilojemalci zasebnega sektorja dejansko prejmejo bonitetne ocene, ki so višje od državnih, se zdi, da je bonitetna ocena države še vedno pomemben

dejavnik pri določanju ocen zasebnih subjektov/izdaj iz te države. Kreditna sposobnost države namreč lahko vpliva na zasebni sektor preko:

- splošnega negativnega vpliva, ki ga ima neplačilo države na domače gospodarstvo (npr. nastanek kreditnega krča);
- možnega prelivanja učinka insolventnosti države s sprejemanjem ukrepov, ki neposredno vplivajo na zmožnost zasebnega sektorja za odplačevanje njihovih obveznosti, npr. veliko povečanje davkov;
- uvedbe neposrednega nadzora kapitala ali sprejema drugih ukrepov (npr. omejitve dostopa do tujih valut), ki vplivajo na servisiranje zunanjih obveznosti.

V povprečju bodo podjetja v bolj tveganih državah tudi sama bolj tvegana, vendar ni nobenega razloga, zakaj ne bi katera izmed njih imela višje ocene od države. Se pa zgornja meja držav določa tako za obveznosti v tuji kot domači valuti.

1.3.8 Obeti za bonitetne ocene

Obeti za bonitetne ocene (angl. *rating outlooks*) se lahko določijo na ravni izdajatelja ali na ravni posamezne obveznosti in izražajo mnenje agencije o verjetni smeri gibanja bonitetne ocene v srednjeročnem obdobju. Obeti so v splošnem lahko pozitivni, negativni, stabilni ali v razvoju (Moody's Investors Service, 2014).

Obeti se dodeljujejo dolgoročnim bonitetnim ocenam, vendar niso nujno dodeljeni vsem ocenjevanim subjektom oziroma obveznostim. Stabilni obeti kažejo na majhno verjetnost spremembe bonitetne ocene v srednjeročnem obdobju, na drugi strani pa negativni, pozitivni ali obeti v razvoju kažejo na večjo verjetnost spremembe bonitetne ocene v srednjeročnem obdobju (Moody's Investors Service, 2014). Pozitivni ali negativni obeti ne pomenijo, da je sprememba ocene neizogibna, prav tako se lahko bonitetne ocene s stabilnimi obeti dvignejo ali znižajo brez predhodne spremembe obetov, če okoliščine to zahtevajo. Kadar ima trend, ki vpliva na bonitetno oceno, tako pozitivne kot negativne elemente, se včasih določijo obeti v razvoju (Fitch Ratings, 2014).

Pri določanju obetov agencija upošteva spremembe v gospodarskem okolju in/ali spremembe v temeljnih pogojih poslovanja, katere sicer še niso dosegle ravni, da bi bila potrebna sprememba bonitetne ocene, lahko pa do spremembe pride, če se bodo ti trendi nadaljevali (Standard & Poor's, 2012).

1.3.9 Pregled bonitetne ocene

Pregled bonitetne ocene (angl. *rating review*) nakazuje, da agencija presoja možnost spremembe ocene v bližnji prihodnosti. Bonitetna ocena je v večini primerov v pregledu za

zvišanje ali znižanje in je s tem verjetna smer spremembe tudi nakazana, redkeje pa v pregledu, kjer smer verjetne spremembe ni določena (Moody's Investors Service, 2014).

Ko agencija objavi, da je določena bonitetna ocena v pregledu, se lahko ta ocena kasneje zviša, zniža ali pa je potrjena brez spremembe. Ocena je v pregledu, kadar bi bila njena sprememba v bližnji prihodnosti upravičena, vendar so pred sprejetjem dokončne odločitve o morebitni spremembi in obsegu le-te potrebne nadaljnje informacije ali analize (Moody's Investors Service, 2014), ki so posledica dejstva, da (Standard & Poor's, 2012):

- je prišlo do dogodka, ki odstopa od pričakovanega trenda in kateri ima pomemben vpliv na izdajatelja ali izdajo, oziroma se takšen dogodek pričakuje;
- agencija verjame, da je prišlo do pomembne spremembe, ki se tiče kreditne sposobnosti izdajatelja ali izdaje, vendar velikost učinka še ni v celoti znana;
- je agencija uvedla spremembe v uporabljenih merilih oziroma kriterijih, ki zahtevajo pregled celotnega sektorja ali več bonitetnih ocen, zaradi česar je možna sprememba ocene na kratek rok.

Če je bonitetna ocena v pregledu, to nakazuje povečano verjetnost za njeno spremembo (Fitch Ratings, 2014), ne pomeni pa, da je sprememba ocene neizogibna, prav tako pa se bonitetna ocena lahko spremeni, ne da bi bila predhodno pod posebnim pregledom (Standard & Poor's, 2012).

Agencije občasno potrdijo, da je obstoječa ocena, dodeljena izdajatelju ali dolžniški obveznosti, ki trenutno sicer ni v pregledu, še naprej ustrezna. Praviloma to objavijo zato, da izrazijo mnenje, da določen javno objavljen razvoj dogodkov nima neposrednega vpliva na obstoječo oceno (Moody's Investors Service, 2014; Fitch Ratings, 2014).

1.4 Glavne značilnosti panoge izdajanja bonitetnih ocen

1.4.1 Vstopne ovire

Zaradi velikih ekonomij obsega pri procesiranju in obdelavi informacij, nujnih za izdajo bonitetnih ocen, ter izkušenj in ugleda, ki sta v tej panogi nujna in se gradita skozi čas, je panoga izdajanja bonitetnih ocen visoko koncentrirana in so novi vstopi v panogo zaradi zgoraj naštetih ovir redki (Ferri et al., 1999, str. 336). Globalno uveljavljene bonitetne agencije bodo namreč bolj verjetno izbrane s strani izdajateljev, saj ocene majhnih in malo znanih agencij vlagatelji kot uporabniki ocen morda ne bodo šteli za dovolj verodostojne (Deb et al., 2011, str. 7). Veliko večino trga bonitetnih ocen tako pokrivajo anglosaksonske bonitetne agencije, med katerimi daleč izstopajo tri, in sicer S&P, Moody's in Fitch. Gre za zelo prepoznavne bonitetne agencije z velikim tržnim deležem in majhne agencije težko tekmujejo z njimi (Hunt, 2008, str. 52). Če pa novemu ponudniku bonitetnih ocen nekako

uspe izgraditi ugled, je precej verjetno, da bo prišlo do združitve ali da bo prevzet s strani katere od velikih agencij (Deb et al., 2011, str. 8).

Z ugledom je neločljivo povezana tudi dodelitev statusa nacionalno priznane statistično ocenjevalne organizacije (angl. *nationally recognized statistical rating organization*, v nadaljevanju NRSRO). Brez tega, da ameriška Agencija za trg vrednostnih papirjev (angl. *Securities and Exchange Commission*, v nadaljevanju SEC) bonitetni agenciji dodeli omenjeni status, je ta namreč obsojena na drobiž, saj bo zapostavljena tako s strani vlagateljev kot s strani izdajateljev (White, 2010, str. 217). Najuspešnejše bonitetne agencije tako izkoriščajo oligopolno tržno strukturo, ki je okrepljena s predpisi, vezanimi izključno na bonitetne ocene NRSRO. Postopek dodeljevanja tega statusa je pod nadzorom SEC-a in to kljub temu, da so tudi številni predpisi, ki so zunaj domene te agencije, vezani na bonitetne ocene, izdane s strani NRSRO. Pozitivne učinke teh t.i. regulatornih prednosti, ki izhajajo iz omenjenega statusa, tovrstne ocenjevalne agencije žanjejo ves čas, tudi v primeru, ko delajo slabo in bi sicer izgubile ugled (Partnoy, 2006, str. 60-61). Ob tem se agencije zavedajo, da če razmere postanejo negativne, bodo negativne za vse udeležence, na ta način pa verjetno nobena od agencij ne bo bistveno izgubila tržnega deleža (Organisation for Economic Co-operation and Development, 2010, str. 6), vseeno pa glavne tri bonitetne agencije skrbijo, da ugled katere od njih v primerjavi z ostalima dvema ne bi preveč upadel tudi s tem, da dostikrat z reakcijami zelo sledijo druga drugi.

Postopek dodeljevanja NRSRO statusa je precej nepregleden, je pa kriza prinesla nekaj pozitivnih premikov na tem področju, prav tako pa SEC ni nikoli predložil nobenih utemeljitev ali obrazložitev, zakaj so nekaterim prosilcem ta status dodelili, nekaterim pa ne. Kljub temu ni popolnoma jasno, če je regulativna ovira za vstop v obliki statusa NRSRO res glavni vzrok za visoko tržno koncentracijo, saj med leti 1920 in 1970 ni bilo pomembnejših vstopov v panogo, čeprav takrat status NRSRO ni obstajal, tudi po njegovi uvedbi pa je dejansko vse do zloma Enrona konec leta 2001 status NRSRO ostal eden izmed manj znanih delov finančne regulative. V tistem času pa javnost in tudi Kongres nista mogla spregledati, da so vse tri glavne bonitetne agencije skoraj do razglasitve stečaja obdržale oceno Enronovih obveznic znotraj naložbenega razreda. Ta primer je javno izpostavil poslovni model agencij in potencialna tveganja, ki jih nosi model, kjer za ocene plačuje izdajatelj. Podobno počasne so bile bonitetne agencije tudi pri prepoznavanju finančnih težav podjetja WorldCom in banke Lehman Brothers (Hunt, 2008, str. 20; White, 2010, str. 217-219).

1.4.2 Natančnost ali stabilnost bonitetnih ocen?

Pri bonitetnih ocenah je neizogibno potrebno poiskati kompromis med njihovo natančnostjo in stabilnostjo. Uporabniki ocen zaradi njihove vključenosti v regulativo, predpise in naložbene priročnike preferirajo slednjo (Kiff et al., 2012, str. 21), saj se na ta

način zmanjša potreba po pogostih in zaradi transakcijskih stroškov dragih prilagoditvah njihovih portfeljev. Institucionalne vlagatelje bodo tako verjetno bolj motila večja nihanja ocen kot pa njihova morebitna netočnost. V primeru, da je po tržnem prepričanju ocena napihnjena, bodo na ta način obveznice nosile relativno večji donos, kot sicer pritiče tej ravni bonitetne ocene, zaradi česar lahko institucionalni vlagatelji dosežejo višji donos (sicer z večjim tveganjem), ob tem pa so še vedno v okviru regulatornih omejitev glede finančne varnosti (White, 2010, str. 218-219). Tudi izdajatelji instrumentov, ki v večini primerov plačujejo storitve bonitetnih agencij, si ne želijo pogostih znižanj, saj ta vplivajo na ceno in nabor možnih vlagateljev.

Agencije z namenom zagotavljanja stabilnosti uporabljajo različne tehnike za glajenje sprememb, katere pa lahko imajo tudi nasprotni učinek od predvidenega, saj včasih zgolj odložijo neizogibna znižanja bonitetnih ocen, ki na ta način postanejo še bolj nenadna in ostra, če se razmere trajno poslabšajo (Kiff, 2010), kar pa ima lahko preko prisilnih prodaj tudi sistemske posledice. Ker bonitetne agencije kreditno tveganje razvrščajo ordinalno in ne ocenjujejo njegove absolutne višine, je na ta način vpliv sprememb splošnih dejavnikov kreditnega tveganja na bonitetne ocene nekoliko zmanjšan (International Monetary Fund, 2010, str. 109; Kiff et al., 2012, str. 21). Če pride do poslabšanja razmer za vse oziroma večino tržnih udeležencev, se namreč razmerja med kreditno sposobnostjo različnih udeležencev še vedno približno ohranijo.

Ena od tehnik glajenja, ki je običajno uporabljena, je določanje bonitetnih ocen na podlagi tehnike ocenjevanja skozi cikel (angl. *through the cycle*, v nadaljevanju TTC), kar pomeni, da ocene temeljijo na predhodno zaznani sposobnosti izdajatelja/izdaje, da prestane ciklična nihanja. Bonitetne agencije imajo iz tega razloga navadno zamudo pri zaznavi, ali je neko gibanje samo začetni del reverzibilnega cikla ali začetek trajnega upada oziroma izboljšanja. Ko je ocena izdana, bo tako načeloma do njene spremembe prišlo le v primeru trajne spremembe temeljnih dejavnikov kreditnega tveganja, zaradi katerih je potrebna sprememba ocene za več kot eno stopnjo. Bonitetne agencije pri tehniki ocenjevanja skozi cikel torej gledajo dolgoročni vidik, zaradi česar ocene niso posodobljene v vsakem trenutku, saj nove informacije niso takoj vgrajene v bonitetne ocene, spremembe pa so zato manj pogoste. Pristop ocenjevanja skozi cikel naj bi predstavljal ravnovesje med potrebo po natančnih ocenah in željo po stabilnosti ocen. Težava nastopi, kadar se poslabšanje kreditne sposobnosti izkaže za obstojno, saj v tem primeru tehnike glajenja dejansko zgolj zamaknejo znižanje, zaradi česar so nato potrebni še ostrejši in nenadnejši posegi v bonitetne ocene (International Monetary Fund, 2010, str. 90, 109-112; Kiff et al., 2013, str. 3, 17, 21; White, 2010, str. 218).

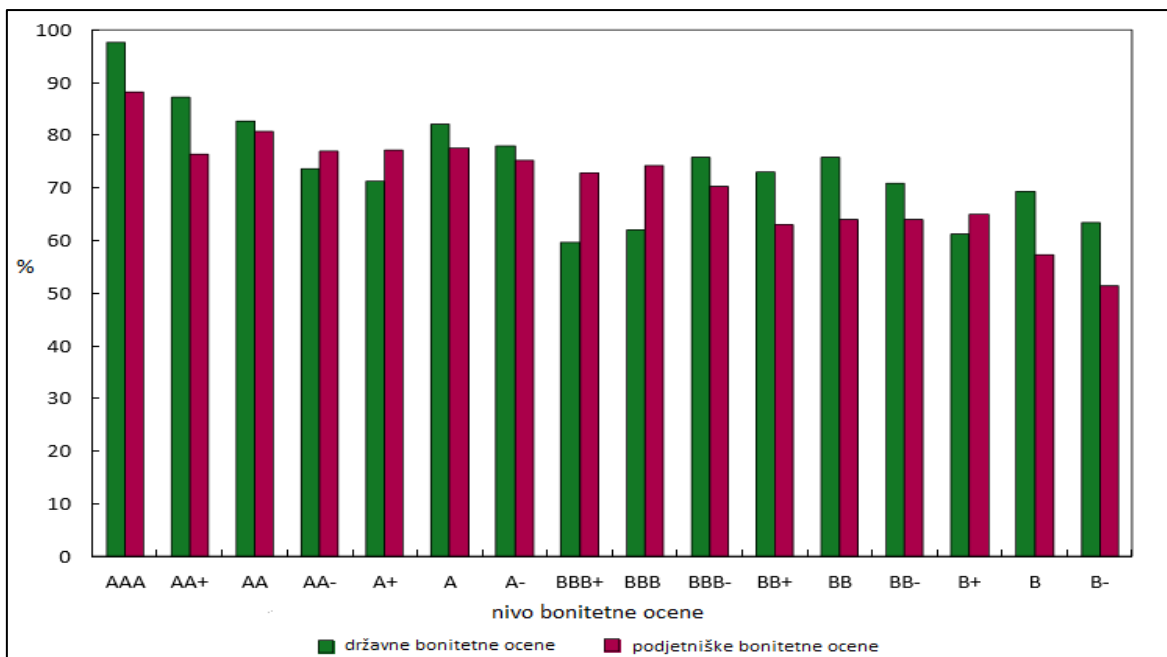
Nasprotje zgoraj opisanega pristopa je ocenjevanje na določen trenutek (angl. *point in time*, v nadaljevanju PIT), ki poenostavljeno rečeno pomeni takojšnje upoštevanje vsakokratnih sprememb v kreditnem tveganju, kar pa lahko povzroči veliko volatilnost. Najbolj idealen

scenarij bi bil, da bi bonitetna agencija takoj, ko bi bil prvotni scenarij, upoštevan pri TTC oceni, kršen, prešla k pristopu PIT, saj bi bilo v tem primeru ravnovesje med stabilnostjo in natančnostjo ocen maksimalno (Kiff et al., 2013, str. 17, 19).

Soočene s preteklimi napakami so bonitetne agencije začele razvijati ocenjevalne postopke, ki določajo oceno glede na sposobnost države, da prebrodi krizo (angl. *through the crisis*). Vendar pa ni jasno, ali ta metodologija, ki so jo agencije same začele omenjati, povečuje stabilnost v primerjavi s pristopom ocenjevanja skozi cikel ali ne. Tudi za pristop ocenjevanja sposobnosti preživetja skozi krizo velja, da lahko ima prociklične učinke, kljub temu, da naj bi bil podvržen strožjim predhodno izvedenim stresnim testom (International Monetary Fund, 2010, str. 110-111, 118).

Višje bonitetne ocene naj bi bile v primerjavi z nižjimi bolj stabilne, bonitetne ocene držav pa stabilnejše od bonitetnih ocen podjetij, kar kaže tudi Slika 1.

Slika 1: Povprečni delež bonitetnih ocen agencije S&P, nespremenjen v enem letu (1975–2009)



Vir: J. Kiff, S. Nowak & L. Schumacher, *Are Rating Agencies Powerful? An Investigation into the Impact and Accuracy of Sovereign Ratings*, 2012, str. 22.

Uporaba podatkov agencije S&P za obdobje od leta 1975 do 2009 prikazuje povprečni odstotek ocen znotraj posamezne bonitetne kategorije, ki so ostale na enaki ravni v enoletnem horizontu. Slika 1 jasno kaže, da se odstotek nespremenjenih ocen zmanjšuje z nižanjem nivoja bonitetne ocene.

Podobne ugotovitve avtorji navajajo tudi za ocene agencij Fitch in Moody's, vendar pa ta dolgoročna povprečja zakrivajo sledi precejšnjih nestabilnosti bonitetnih ocen v turbulentnih obdobjih, kadar tehnike glajenja ne delujejo tako dobro, kar kaže na dejstvo, da je tveganje v prihodnost usmerjena mera, ki jo je težko oceniti, ko pride do drastične spremembe razmer (Kiff et al., 2012, str. 21-22).

1.4.3 Določanje bonitetne ocene

Ferri, Liu in Stiglitz (1999, str. 346) poudarjajo, da agencije pri dodeljevanju bonitetnih ocen presojujejo tudi kvalitativne dejavnike, zato je bonitetna ocena, izdana s strani bonitetne agencije, lahko predstavljena kot neke vrste tehtano povprečje dveh ocen, in sicer:

- ocene, pridobljene iz kvantitativnih modelov, ki presojujejo gospodarske temelje države oziroma finančne temelje podjetja, in
- ocene, temelječe na kvalitativnih sodbah, ustvarjenih na podlagi »mehkih« informacij o državi oziroma podjetju.

Kakšno težo ima posamezen dejavnik oziroma ocena v končni bonitetni oceni, javnosti navadno ni znano, se pa da težo posamezne ocene oziroma dejavnikov nekako ugotoviti iz objavljene bonitetne ocene. Če je npr. bonitetna ocena države, izdana s strani agencije, nižja od bonitetne ocene, katera bi bila primerna glede na položaj temeljnih gospodarskih kazalcev (kot so npr. gibanje bruto domačega proizvoda (v nadaljevanju BDP), raven zadolženosti, stanje trgovinske bilance ipd.) v tej državi, to morda kaže na to, da je bonitetna agencija dala večjo težjo kvalitativnim sodbam kot pa gospodarskim dejavnikom in obratno.

1.5 Poslovno-finančni model delovanja bonitetnih agencij

Pri delovanju bonitetnih agencij prevladuje poslovni model, kjer za bonitetno oceno plača izdajatelj (angl. *issuer-pays model*). Možna alternativa, ki pa jo uporablja manjši delež agencij, je model, kjer za bonitetno oceno plača vlagatelj oziroma uporabnik informacije o kreditnem tveganju (angl. *subscriber or investor-pays model*) (Hunt, 2008, str. 20). Ta model je bil v večinski uporabi do 70-ih let prejšnjega stoletja, razloge za spremembo pa bom opisal v točki o zgodovinskem razvoju panoge.

Izdajatelji plačujejo samo za ocene kreditnega tveganja, ki so naročene, in provizije iz tega naslova predstavljajo glavni vir prihodkov bonitetnih agencij. Po navedbah Partnoya (2006, str. 60) so provizije iz naslova ocenjevanja kompleksnejših izdaj finančnih instrumentov precej višje od ocenjevanja tradicionalnih instrumentov (npr. izdaj podjetniških obveznic). Na drugi strani agencije plačila za nenaročene bonitetne ocene ne prejmejo.

Bonitetne agencije trdijo, da model delovanja, ki je v veljavi, spodbuja široko, prosto ter hitro širjenje informacij na trgu, na ta način pa imajo tržni udeleženci boljši pregled nad delovanjem bonitetnih agencij, prav tako pa lahko med sabo primerjajo ocene različnih agencij (Rovšek, 2012, str. 30). Zdi se vprašljivo, ali koristi tega, da so ocene na voljo večjemu številu uporabnikov, kateri sicer niso pripravljeni plačati za njih, odtehtajo stroške temeljnega navzkrižja interesov, ki obstaja v sistemu, kadar za oceno plačuje izdajatelj (Hunt, 2008, str. 34). Obstoječi način delovanja bonitetnih agencij je namreč precej podvržen konfliktom interesov in ima precej pomanjkljivosti, ki bodo predstavljene v naslednji točki.

Bonitetne agencije sicer tržijo tudi pomožne, z bonitetnimi ocenami povezane, storitve svetovanja. Tudi ta njihova funkcija, kot bom prikazal v nadaljevanju, pa je imela pomembno vlogo pri nastanku krize.

1.6 Težave in konflikti interesov pri delovanju bonitetnih agencij

V nadaljevanju so opisane glavne težave, povezane s trgom bonitetnega ocenjevanja.

1.6.1 Konflikti interesov

Bonitetne agencije se soočajo z več potencialnimi konflikti interesov, najbolj očiten izhaja iz dejstva, da je večina agencij plačanih s strani izdajateljev ali originatorjev instrumentov, katere le-te ocenjujejo (Hunt, 2008, str. 32), izjema so le nekatere manjše bonitetne agencije (International Monetary Fund, 2010, str. 87).

Izdajatelj namreč lahko vrši pritisk na izbrano bonitetno agencijo, da naj ta obravnavanemu instrumentu dodeli čim boljšo oceno, saj bo v nasprotnem primeru odšel k drugi agenciji, posledično pa bo k tej agenciji prenesel tudi ocenjevanje vseh prihodnjih izdaj in iz tega izhajajoče provizije (International Monetary Fund, 2010, str. 94). Ta problem je, kot bom predstavil v drugem poglavju, še posebej izrazit pri izdajah strukturiranih finančnih instrumentov, manj izrazit pa je pri bonitetnih ocenah držav. Te so namreč večinoma nenaročene, tako da države načeloma ne plačujejo provizije (Bartels & di Mauro, 2013).

Bonitetne agencije trdijo, da to ni problem, saj imajo več izgubiti z omadeževanjem svojega ugleda glede objektivnosti, kot lahko pridobijo s tem, da zadovoljijo posameznega klienta. Ta argument morda drži v primeru tradicionalnih instrumentov, manj pa za strukturirane finančne produkte, kjer na trgu prevladuje le nekaj velikih igralcev (Hunt, 2008, str. 32). Poleg tega grožnja izgube ugleda lahko res učinkovito deluje samo v okolju, v katerem je točnost ocen posameznih agencij mogoče zanesljivo spremljati in razlikovati ter v katerem se vsaka agencija sooča z verodostojno grožnjo konkurence. Ti pogoji pa ne

držijo v panogi bonitetnega ocenjevanja, kjer so ovire za vstop visoke, podatki za spremljanje uspešnosti pa nezadostni (Deb et al., 2011, str. 11).

Drugi vidik napihnjenih ocen pa je ta, da agencije s tem pritegnejo oziroma nagradijo izdajatelje, ki jih izberejo (Bartels & di Mauro, 2013). Bonitetne agencije lahko imajo spodbudo preceniti določen instrument tudi v primeru, če navzkrižno prodajo še donosne storitve svetovanja o tem, kako strukturirati omenjeni produkt, saj na ta način zaslužijo dodatno provizijo. Ta konflikt interesov je bil najbolj akuten pri strukturiranih finančnih instrumentih (Portes, 2008) in bo podrobneje obravnavan v drugem poglavju.

Nadaljnja pomanjkljivost, neločljivo povezana s prevladujočim modelom delovanja agencij, je v tem, da so spodbude agencij za spremljanje in zniževanje bonitetnih ocen v obdobju po izdaji vprašljive. Izdajateljem načeloma ni v interesu, da se jih skrbno spremlja, še posebej, če ima spremljanje lahko za posledico znižanje bonitetne ocene. Zato ni presenetljivo, da se ocene neredko znižajo šele dolgo po tem, ko je informacija javnega značaja nakazala očitno poslabšanje in večjo verjetnost neplačila (Goodhart, 2008), agencije pa se branijo z argumentom uporabe modela ocenjevanja skozi cikel, ki je bil opisan v točki 1.4.2. Zaradi načina delovanja bonitetnih agencij obstaja bojazen, da te večji pomen namenjajo pridobivanju novih poslov in strank kot pa izboljšavi svojih modelov (Deb et al., 2011, str. 10).

Naslednji potencialni konflikt interesov lahko nastane na ravni posameznika. Izvira iz dejstva, da lahko analitiki bonitetnih agencij želijo na bolj donosno delovno mesto, npr. pri investicijski banki, kar lahko vpliva na njihovo delo. Analitiki v bonitetnih agencijah, sploh pri strukturiranih finančnih instrumentih, namreč tesno sodelujejo z bankami (Mason & Rosner, 2007, str. 31). Bonitetne agencije so v preteklosti tako imele težave pri zaposlovanju in ohranjanju usposobljenih finančnih analitikov spričo konkurence s strani investicijskih bank (Deb et al., 2011, str. 10). Druga nevarnost pa je v tem, da so vodilni zaposleni v agencijah lahko delno kompenzirani z delniškimi opcijami, kar ustvarja nevarnost kratkoročnega razmišljanja in prevzemanja večjega tveganja (Hunt, 2008, str. 32-33).

1.6.2 Pomanjkanje konkurence

Za panogo izdajanja bonitetnih ocen ni bilo nikoli mišljeno, da bi to bila panoga z velikim številom majhnih družb, saj obstajajo določene ovire, ki otežujejo vstop v panogo (White, 2010, str. 217). Ena takih ovir je dejstvo, da pri izdajanju bonitetnih ocen obstajajo ekonomije obsega. Poznavanje dejavnikov tveganja v določeni panogi lahko agencija uporabi pri ocenjevanju vseh izdajateljev v tej panogi. Prav tako so lahko uporabljene metode za ocenjevanje ene vrste sredstev osnova za razvoj metod, ki se uporabljajo za ocenjevanje drugih vrst sredstev. Seveda pa napake, ki so se dogajale pri ocenjevanju

strukturiranih instrumentov, kažejo na omejitve, ki obstajajo pri prenosu znanja, resursov in metodologij na ocenjevanje novih instrumentov (Deb et al., 2011, str. 7).

Bonitetno industrijo sta do 90-ih let prejšnjega tisočletja skoraj v celoti obvladovali agenciji Moody's in S&P, dva velika igralca, ki sta na trgu prisotna že od samih začetkov te panoge. Na tretjem mestu, a daleč za njima, je bila agencija Fitch, prav tako dolgo prisotna in uveljavljena agencija, katera pa je od zgodnjih 90-ih let prejšnjega tisočletja bistveno povečala svoj tržni delež, tudi na račun združitve in prevzemov, in se približala vodilnima dvema (Hunt, 2008, str. 18). Vsi trije skupaj imajo tako približno 95 % tržni delež, Moody's in S&P vsak približno po 40 % ter Fitch 15 % (Bartels & di Mauro, 2013). Tako velika tržna moč lahko ohranja obstoj agencij, tudi če te slabo opravljajo svoje delo (Deb et al., 2011, str. 8).

Čeprav visoka stopnja tržne koncentracije ne pomeni nujno, da trg ni konkurenčen, pa tako visoka koncentracija, kot je prisotna na trgu bonitetnih ocen, nakazuje na to možnost. V mnogih primerih so regulatorji zapečatili prevlado glavnih treh agencij z vključitvijo njihovih ocen v predpise, kot so npr. predpisi glede kapitalskih zahtev. Še dodatno skrb povzroča praksa, da vsako izdajo ocenita dve agenciji, kar pomeni, da največjima agencijama sploh ni potrebno tekmovali, ampak si partnersko razdelita trg (Bartels & di Mauro, 2013; Hunt, 2008, str. 18-19).

Zdi se, da so na segmentu strukturiranih financ vse tri glavne agencije uporabljale podobne modele, z določenimi variacijami, specifičnimi za posamezno agencijo. Če so bile ocene vseh agencij za določene instrumente nizke kvalitete, to potrjuje pomanjkanje konkurence, saj je to dejstvo v nasprotju s sliko zelo konkurenčnega trga, kjer naj bi se testirali novi pristopi in kjer najbolj uspešni zmagujejo (Hunt, 2008, str. 19). Oligopolna tržna struktura namreč zmanjšuje spodbude agencij, da tekmujejo v razvoju metod in postopkov ocenjevanja. Čeprav je agencijam neizogibno primanjkovalo zgodovinskih podatkov in podatkov o obnašanju novih instrumentov v obdobjih ciklov, so bili vse počasne pri uporabi tržnih informacij, ki bi jim lahko pomagale pri analizi verjetnosti neplačila, prav tako pa očitno niso imele razvitih ustreznih postopkov glede ugotavljanja korelacij in koncentracij tveganj (Goodhart, 2008).

Kot bo vidno v zadnjem poglavju pa obstaja verjetnost, da tudi večja konkurenca ne bi nujno zagotovila kakovostnejših ocen.

1.6.3 Regulativa in drugi predpisi, vezani na bonitetne ocene

Kljub temu, da je cilj bonitetnih agencij zgolj zagotavljanje ordinalne razvrstitve, se ocene pogosto uporabljajo v smislu, kot da predstavljajo točno določeno mero kreditnega tveganja, kot npr. v regulativi, ki določa kapitalske zahteve bank (International Monetary

Fund, 2010, str. 100). Od nastanka statusa NRSRO leta 1975 so se vložki, povezani s pridobitvijo dobre ocene, za izdajatelje tako znatno povečali (Mathis et al., 2008, str. 3).

Bonitetne agencije torej niso preživele toliko časa samo zato, ker bi proizvajale verodostojne in točne informacije, ampak so le-te rasle in pridobivale vse večjo moč zaradi tega, ker so med drugim začele prodajati licence za skladnost z regulativno ureditvijo. Na ta način se je umetno ustvaril bolj ali manj zagotovljen trg za bonitetne agencije, s tem pa so se zmanjšale njihove spodbude za zagotavljanje kvalitetnih bonitetnih ocen, saj ne prodajajo več le informacij, ampak tudi regulatorne licence, ki lahko izdajateljem in vlagateljem omogočajo, da znižajo svoje stroške, ob tem pa ocene določajo tudi tržno zanimivost posameznega instrumenta, saj so določeni vlagatelji pri investiranju omejeni z bonitetnimi ocenami naložb (International Monetary Fund, 2010, str. 94; Kiff, 2010; Partnoy, 1999, str. 684, 713-714).

Bonitetne ocene so poleg regulative vgrajene tudi v različne zasebne pogodbe in smernice za vlagatelje. Spremembe bonitetnih ocen tako vplivajo na kapitalske zahteve, naložbene odločitve vlagateljev, preko tega pa tudi na vrednost naložb. To dejstvo predstavlja enega od virov povpraševanja po bonitetnih ocenah, kateri pa ni vezan neposredno na njihovo kakovost. Tudi, če nobena od strank ne verjame, da je bonitetna ocena kvalitetna, bo izdajatelj naročil bonitetno oceno zato, ker jo vlagatelji potrebujejo, da zadostijo regulatornim ali drugim zahtevam (Gavras, 2012; Hunt, 2008, str. 26; Masciandaro, 2011).

Če sprejeta regulativa omogoča le nekaj ocenjevalcem (npr. glavnim trem bonitetnim agencijam), da prodajajo regulatorne licence, ali če ta novim ocenjevalcem povzroča dodatne stroške pri vstopu na trg, bodo odobreni ocenjevalci zaščiteni pred novimi konkurenti, s čimer pa se odpravi spodbuda za ohranitev kakovostnih ocen. S tega vidika se zdi, da nekatere dejavnosti ne bi smele biti privatizirane, da bi trgi lahko pravilno delovali in bonitetne ocene so odličen primer, kako se ne sme privatizirati regulatorno funkcijo (Partnoy, 1999, str. 684, 688, 714).

S prenosom regulatorne odgovornosti na zasebne agencije država daje regulatorno moč zasebnim podjetjem, vendar ohrani odgovornost za končni izplen (Gavras, 2012). Partnoy (1999, str. 705-706) poudarja, da bonitetne agencije ne izpolnjujejo meril, katera morajo biti izpolnjena, da je uporaba bonitetnih ocen v regulativi lahko verodostojna:

- bonitetne agencije imajo pri dejavnosti certificiranja malo ugleda na kocki, potreben nivo kredibilnosti lahko preprosto ohranjajo s sledenjem spremembam tržnih cen;
- koristi iz naslova netočnega certificiranja močno presegajo stroške kakršnekoli izgube ugleda;
- storitve agencij niso drage, saj je dokaj poceni in enostavno slediti tržnim dogodkom in po dogodkih prilagoditi ocene.

Gavras (2012) pa dodaja še, da:

- si bonitetne agencije prizadevajo povečati dobiček in vrednost za delničarje, zaradi česar niso pristojne za posredovanje informacij, ki so v interesu javnosti;
- če bonitetna agencija prečka prag nezanesljivosti, bi v normalnih razmerah izgubila stranke in na koncu propadla, ker pa je del regulativnega okvira, lahko imajo njene napake hude posledice, pa se to ne bo zgodilo.

Sklicevanje na bonitetne ocene lahko izrine lastno zbiranje in analizo podatkov, saj daje vtis, da so ocene agencij v nekem smislu uradne sodbe, ki odražajo resnično stanje (Deb et al., 2011, str. 11), kar pa lahko vlagateljem daje zmoten občutek varnosti.

1.6.4 Počasna odzivnost bonitetnih ocen in nevarnost procikličnega delovanja

Ena od glavnih kritik, ki letijo na agencije, je lepljivost njihovih bonitetnih ocen, katere se (pre)počasi prilagajajo na spremembe v tveganju. Bonitetne agencije odgovarjajo, da je njihov cilj zagotoviti stabilnost bonitetnih ocen. Ker imajo lahko spremembe ocen znatne ekonomske posledice za tržne udeležence, se ocene spremenijo le, če se je kreditna sposobnost izdajatelja/izdaje spremenila in je malo verjetno, da bodo razlogi za spremembo odpravljeni v bližnji prihodnosti. Gre torej za kompromis med natančnostjo ter stabilnostjo in bonitetne agencije po lastnih besedah žrtvujejo nekaj kratkoročne natančnosti za stabilnost (Kou & Varotto, 2008, str. 505).

Ker so bonitetne ocene precej vpete tudi v regulativne okvire, bi bile pogoste spremembe tovrstnih ocen lahko precej drage, sploh v primeru, da se bonitetna ocena določenega instrumenta zniža pod, v regulativi, določen minimum, saj v tem primeru ta finančni instrument določenim vlagateljem ni več na razpolago. Zaradi tega bonitetne agencije poskušajo vzdrževati stabilnost svojih ocen in so manj naklonjene pogostim znižanjem ali zvišanjem le-teh. To dejstvo pa poraja pomislek glede navedb agencij, da naj bi bonitetne ocene odražale izključno kreditno tveganje in njegove morebitne spremembe. Drugi pomislek pri vzdrževanju stabilnosti ocen pa je v tem, da ko pa enkrat pride do sprememb ocen, so ta znižanja zaradi predhodne pasivnosti lahko precej drastična in še poslabšajo razmere (Hunt, 2008, str. 36-39).

1.6.5 Nenaročene bonitetne ocene

Nenaročene bonitetne ocene večinoma bazirajo na informacijah javnega značaja, bonitetne agencije pa jih lahko uporabljajo kot grožnjo in pritisk na izdajatelje, da naročijo bonitetne ocene in plačajo zanje provizijo (Poon, 2003). Prav tako lahko bonitetne agencije nenaročene ocene uporabljajo za odvrčanje vstopa novih ponudnikov v panogo (Deb et al., 2011, str. 7).

Poon (2003) in Manns (2008, str. 1053) pojasnujeta, da nenaročene bonitetne ocene pri izdajateljih niso preveč zaželeni zaradi tega:

- ker lahko prikažejo kreditno tveganje v slabši luči, kakršno je v resnici, saj imajo agencije na razpolago samo javno dostopne informacije, v zvezi z informacijami, ki niso javnega značaja, pa so lahko uporabljene preveč konservativne predpostavke;
- ker se izdajatelji z višjim kreditnim tveganjem lahko namensko odločijo, da ne bodo naročili bonitetne ocene, kar je lahko eden od razlogov za to, da so nenaročene bonitetne ocene dostikrat nižjega nivoja od naročenih ocen;
- ker lahko agencije tovrstne ocene uporabljajo kot grožnjo, ki odvrča izdajatelje od tega, da bi šli po oceno k drugi agenciji.

Manns (2008, str. 1053-1054) dodaja, da imajo glavne bonitetne agencije koristi že od samega dejstva, da se njihove ocene smatrajo kot »zlati standard« in da se opustitev oziroma odpoved naročanja ocen pri teh agencijah lahko razume kot odraz padca kreditne kvalitete. Nadaljuje, da nenaročene ocene ne delujejo le kot orožje, ki sili izdajatelje k sodelovanju z glavnimi bonitetnimi agencijami, ampak lahko z izdajo nenaročenih bonitetnih ocen te tudi bolj prepričljivo trdijo, da je njihova glavna vloga izdaja mnenj in da niso »plačanci«, najeti s strani izdajateljev. Ta praksa se morda zdi neškodljiva na prvi pogled, saj trgu zagotavlja dodatne informacije, s tem pa se lažje sprejemajo naložbene odločitve, vendar pa so lahko takšne reakcije tudi škodljive. Zlasti Moody's je že skušal uveljaviti svoj vpliv na trgu tudi kadar ni bil plačan za izdajo ocen.

En tovrsten primer je ocenjevanje nemške pozavarovalnice Hannover Re v drugi polovici 90-ih let prejšnjega stoletja, ko je agencija Moody's v začetku leta 1998 v nasprotju z željami pozavarovalnice ocenjevala njeno finančno moč. Medtem ko so ji druge agencije dodelile visoke ocene, je Moody's še naprej zniževal oceno dolga, dokler ta ni dosegel statusa smeti (angl. *junk status*), kar je sprožilo močan padec delnic podjetja, ki je izgubilo približno 10 % svoje tržne vrednosti (Klein, 2005).

1.6.6 Pomanjkanje preglednosti

Hunt (2008, str. 23) omenja pomanjkanje metodološke preglednosti in preglednosti, vezane na merjenje uspešnosti ocen. Metodološka preglednost predstavlja zmožnost tretjih oseb, da razberejo oziroma prepoznajo postopke, s katerimi bonitetne agencije pridejo do končnih ocen. Preglednost uspešnosti pa predstavlja zmožnost prepoznavanja, kako se bonitetne ocene odrežejo oziroma kako dobro odražajo prihodnje kreditno tveganje.

Kot poudarja, so bili nekateri koraki v smeri večje preglednosti narejeni že pred izbruhom krize. V ZDA so leta 2006 in 2007 poskušali zagotoviti večjo metodološko preglednost s tem, da so od agencij s statusom NRSRO zahtevali javno objavo registracijskega materiala,

vključno s postopki ocenjevanja, ob tem pa so agencijam naložili tudi posodabljanje njihovih registracijskih podatkov. Vse to pa ni povečalo uporabnosti informacij o metodologijah agencij, saj so bili njihovi opisi postopkov precej nejasni, zato so ta pravila prinesla malo dodane vrednosti.

Omenjeni ukrepi iz leta 2006 in 2007 so od agencij zahtevali tudi razkritje statistike uspešnosti njihovih bonitetnih ocen. Preglednost uspešnosti bonitetnih ocen je namreč ključnega pomena pri delovanju funkcije ugleda, na katero se agencije sklicujejo. Če vlagatelji ne morejo določiti, kako uspešne so agencije pri ocenjevanju, potem ne morejo razviti svojega pogleda glede kakovosti teh ocen.

Leta 2008 je SEC predlagal pravila, katerih namen je bil izboljšati metodološko preglednost s tem, ko bi agencije razkrile (Hunt, 2008, str. 24):

- kako pogosto so bonitetne ocene pregledane;
- ali uporabljajo drugačne modele oziroma merila za preglede v nasprotju s prvotnimi ocenami;
- ali se spremembe modelov retroaktivno aplicirajo na obstoječe ocene;
- kako pri ocenjevanju strukturiranih produktov preverjajo informacije;
- kako se kvaliteta osnovnih instrumentov, na katerih temeljijo strukturirani instrumenti, vgradi v ocene teh strukturiranih instrumentov.

O metodologiji in postopkih delovanja bonitetnih agencij se ve bolj malo, saj je le del podatkov javno dostopen, kar pomeni, da imajo uporabniki in naročniki bonitetnih ocen slabšo preglednost nad postopkom ocenjevanja. Je pa Moody's septembra 2013 npr. objavil revidirano metodologijo ocenjevanja državnih obveznic z namenom, da bi javnost bolje razumela, kako poteka njihovo ocenjevanje na tem segmentu (Crnadak, 2014, str. 11).

1.6.7 Pomanjkanje odgovornosti

Največje tri bonitetne agencije pri vseh izdanih bonitetnih ocenah omejujejo oziroma odklanjajo odgovornost za vsebino le-teh. Glavne poudarke teh omejitev, bolj ali manj skupne vsem trem agencijam, predstavljajo navedbe, da (Standard & Poor's, 2012; Moody's Investors Service, 2014; Fitch Ratings, 2014):

- bonitetnih ocen, ki jih izdajajo, ni mogoče opisati kot točne ali netočne, saj niso izkaz sedanjih ali zgodovinskih dejstev, ampak gre za mnenja, usmerjena v prihodnost, ki temeljijo na vseh agencijam znanih informacijah, vključno z javno dostopnimi in/ali nejavnimi informacijami, ki so jih zagotovili izdajatelj ali druge stranke;
- so vse informacije, ki jih uporabljajo, pridobljene iz virov, za katere se verjame, da so točni, zanesljivi in neodvisni. Zaradi možnosti človeške ali mehanske napake kot tudi

drugih dejavnikov pa za popolnost, točnost, pravočasnost ter dostopnost teh informacij ne jamčijo, saj niso revizorji in ne morejo v vsakem primeru neodvisno preveriti ali potrditi prejetih informacij, za točnost informacij so namreč odgovorni izdajatelji instrumentov in njihovi svetovalci, sprejemajo pa agencije vse potrebne ukrepe, da so informacije, ki jih uporabljajo pri dodeljevanju bonitetnih ocen, dovolj kakovostne;

- bonitetne ocene ne izražajo naložbenih ali finančnih nasvetov in niso priporočila za nakup, prodajo ali držanje določenega instrumenta, prav tako ne presojuje primernosti instrumenta za določene vrste vlagateljev, ampak se pričakuje, da bo pri sprejemanju naložbenih in drugih poslovnih odločitev vsak vlagatelj naredil svojo skrbno analizo.

Navedene omejitve, ki naj bi se upoštevale pri uporabi ocen, so, kot že omenjeno, v takšni ali drugačni obliki skupne vsem trem agencijam, gredo pa pojasnila nekaterih od njih še bolj v podrobnosti:

- Moody's Investors Service (2014) in Standard & Poor's (2012) tako recimo izrecno poudarjata, da v nobenem primeru niti agencija niti sodelujoče ali vpletene stranke niso odgovorne za kakršnekoli stroške, izgube ali škode (niti za izgubljene prihodke, izgubljen dobiček, oportunitetne stroške ali druge povezane stroške, ki so posledica malomarnosti), nastale katerikoli osebi ali subjektu v zvezi s kakršnokoli rabo ali nezmožnostjo uporabe vsebine bonitetnih ocen ali analiz, četudi je agencija vedela za možnost nastanka takšnih stroškov, izgub ali škod;
- Moody's Investors Service (2014) in Fitch Ratings (2014) dodatno navajata, da bonitetne ocene razen kreditnega neposredno ne obravnavajo nobenega drugega, niti likvidnostnega niti tržnega, tveganja, povezanega z ocenjevanimi obveznostmi, kljub temu pa lahko dejavniki, kot sta npr. dostop do kapitala ali zmožnost refinanciranja, po navedbah Fitcha, vplivajo na mnenje agencije glede kreditnega tveganja;
- Standard & Poor's (2012) dodaja tudi, da ne prevzema nobene obveze za posodobitev vsebine po objavi bonitetne ocene.

Večina navedenih omejitev in pojasnil je bila bonitetnim ocenam na enak ali podoben način dodana že pred izbruhom krize v letu 2008, s to razliko, da so agencije nekatere obrazložitve in omejitve nekoliko razširile ali dopolnile, agencija Moody's je recimo dodala izrecno pojasnilo, da gre pri bonitetnih ocenah za mnenja o prihodnjem relativnem kreditnem tveganju in da ta mnenja poleg kreditnega ne odražajo nobenega drugega tveganja, ki je zdaj standardni del teksta o omejevanju odgovornosti, pred krizo pa omenjeno pojasnilo ni bilo vključeno (Moody's Investors Service, 2008).

Na ta način agencije torej omejujejo svojo odgovornost in se skušajo zaščititi pred morebitnimi tožbami v primeru domnevnih ali očitnih napak. Dolgo časa jim je to tudi uspevalo, dokler novembra 2012 ni prišlo do prelomne sodbe avstralskega zveznega sodišča, ki je razsodilo, da je bonitetna agencija S&P leta 2006 s tem, ko je kompleksnim

strukturiranim finančnim instrumentom, katerih izdajo je urejala banka ABN Amro, dodelila najvišjo bonitetno oceno AAA, njihova vrednost pa se je sesula manj kot dve leti kasneje, zavajala vlagatelje. Sodišče je takrat razsodilo, da je agencija s tem, ko je tem finančnim instrumentom dodelila neupravičeno visoko bonitetno oceno, ravnala malomarno, zaradi česar mora vlagateljem plačati odškodnino, na kar se je agencija pritožila, a s pritožbo ni uspela, kar je odprlo vrata za nove tožbe (Schimroszik, 2012).

Bonitetne agencije ob tem tudi rade poudarjajo, da so del medijskega prostora in da so njihove bonitetne ocene samo mnenja o zadevah, ki so v javnem interesu. Zaradi tega razloga so v svojih zagovorih pogosto trdile, da se prvi amandma ameriške ustave, ki zagotavlja svobodo govora, veroizpovedi, svobodno poročanje medijev itd., nanaša tudi nanje in jih ščiti pred tem, da bi bile odgovorne za kvaliteto svojih bonitetnih ocen, hkrati pa so s tem tudi ovirale prizadevanja za njihovo reguliranje (Hunt, 2008, str. 55).

1.7 Funkcije bonitetnih agencij in omejitve le-teh

1.7.1 Funkcije bonitetnih agencij

Bonitetne agencije na mednarodnih finančnih trgih opravljajo več pomembnih funkcij.

1.7.1.1 Funkcija informacijskega posrednika

Bonitetne agencije nastopajo kot informacijski posredniki, ki zbirajo in obdelujejo informacije, s tem pa zmanjšujejo informacijsko asimetrijo, ki obstaja med udeleženci na trgu (Dittrich, 2007, str. 9). S tem, ko finančni trgi postajajo vse kompleksnejši, so se sicer možnosti zadolževanja dramatično razširile, ob tem pa posojilodajalci vedno težje pridobivajo celovite informacije o potencialnih posojilojemalcih, kar še povečuje asimetrijo informacij (Gavras, 2012). Tu vstopijo agencije, ki pomagajo vlagateljem premostiti informacijske vrzeli glede spremenljivk, ki določajo, ali bo posojilojemalec dolg odplačal ali ne (Portes, 2008), posojilojemalcem pa omogočajo dostop do trgov, do katerih sicer morda ne bi imeli dostopa, saj ustrezno visoke bonitetne ocene povečujejo tržno zanimivost instrumentov (Sy, 2009).

Informacijska asimetrija izvira iz tega, da ima praviloma izdajatelj instrumenta za razliko od vlagatelja na razpolago boljše (in tudi nejavne) informacije, zaradi česar vlagatelj zahteva neko premijo za tveganje, ki ga prevzame. Ta asimetrija lahko določene vlagatelje odvrne od vstopa na trg, saj stroški pridobivanja potrebnih informacij niso zanemarljivi, zato lastne podrobne analize kreditnega tveganja za večino vlagateljev niso smiselne, še posebno, če je delež naložbe majhen glede na njihov celoten portfelj, poleg tega lahko pomenijo podvajanje tržnih naporov, saj se lahko iste informacije po nepotrebnem večkrat obdelujejo (Dittrich, 2007, str. 9, 11; Sy, 2009, str. 11-12).

Na drugi strani bonitetne agencije informacijo o kreditnem tveganju ustvarijo le enkrat, ob tem pa izkoriščajo velike ekonomije obsega pri pridobivanju in obdelavi informacij. Bonitetne agencije kot ocenjevalci kreditnega tveganja, ki naj bi bili neodvisni, strnejo ogromno količino informacij v eno samo bonitetno oceno in če je ta dovolj dobra, s tem v očeh vlagateljev dvigujejo ugled kreditno sposobnih izdajateljev. Na ta način znižujejo premijo za tveganje, ki jo vlagatelji v njihove instrumente zahtevajo, posledično pa izdajateljem znižujejo stroške zadolževanja. Bonitetne ocene vplivajo na stroške neposredno ter posredno, z določanjem baze potencialnih vlagateljev. Veliki institucionalni vlagatelji dostikrat sicer sami izvajajo kreditne analize, vendar ponavadi vseeno uporabljajo bonitetne ocene kot pomemben vložek, še bolj pa so te v pomoč malim vlagateljem, ki si ne morejo privoščiti lastnih analiz tveganj. Ker zmanjšujejo informacijske stroške, agencije tako povečujejo nabor potencialnih vlagateljev in zagotavljajo likvidnost na trgih. Bonitetne ocene so pomembne tako za nove kot za že uveljavljene izdajatelje, ki že imajo ime, za njih bolj kot pomoč pri nižanju stroškov ocene predstavljajo instrument, s katerim se ločijo od ostalih udeležencev na trgu (Dittrich, 2007, str. 9, 11-12; Sy, 2009, str. 11-12; International Monetary Fund, 2010, str. 86).

Ker imajo bonitetne agencije navadno dostop tudi do bolj zasebnih informacij, zagotavljajo mehanizem, preko katerega se na trg izdajo zasebne informacije, ob tem, da se hkrati še vedno na nek način ohrani njihova zaupnost (Dittrich, 2007, str. 13). Imele naj bi tudi dostop do višje kakovosti človeškega kapitala in boljše tehnologije za obdelavo vseh teh podatkov (Masciandaro, 2011). Ne glede na vse pa uporaba bonitetnih ocen ne bi smela zmanjšati zavezanosti vlagateljev k skrbnosti in izvajanju primernih analiz za ustrezno obvladovanje kreditne izpostavljenosti (Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings, 2015, str. 2).

Kiff, Nowak in Schumacher (2012, str. 11) so preučevali informacijsko vrednost bonitetnih ocen in ugotovili, da bonitetne ocene vplivajo na trge, ob tem pa večino primarne informacijske vrednosti nosijo negativna bonitetna opozorila (obeti in pregledi), ne pa dejanske spremembe ocen. Vpliv sprememb ocen se poveča, ko te prečkajo mejo naložbenega razreda, kar pomeni, da je nekaj njihove vrednosti povezane tudi z njihovo funkcijo certificiranja, ki je predstavljena v nadaljevanju.

1.7.1.2 Funkcija nadzora oziroma monitoringa

Za vlagatelja samega je drago in zahtevno spremljati obnašanje izdajatelja v času trajanja obveznosti, zato po objavi bonitetne ocene agencije izvajajo monitoring in posodabljaajo prvotne dodeljene ocene, kar zmanjšuje nevarnost, da bi se izdajatelj po izdaji bonitetne ocene vedel oportunistično in sprejemal tvegane odločitve, ki bi povečevale verjetnost za neplačilo dolga (Dittrich, 2007, str. 10). S&P v tekstu o omejevanju odgovornosti sicer izrecno navaja, da ne prevzema nobene obveze za posodobitev vsebine po objavi ocene.

V primeru razpršenosti vlagateljev posamezni manjši vlagatelji težje sprožijo spremembe v podjetjih, ki so v težavah, medtem ko bonitetne agencije s svojimi reakcijami (pregledi, spremembami obetov ipd.) lažje opozarjajo in prisilijo izdajatelje, da sprejmejo določene ukrepe, s katerimi preprečijo poslabšanje situacije in znižanje bonitetne ocene, npr. prestrukturiranje dolga v podjetju, oziroma dajo s tem opozarjanjem večjo moč vlagateljem, da ti zahtevajo spremembe (International Monetary Fund, 2010, str. 86; Sy, 2009, str. 11-12).

Razkritje informacij v obliki bonitetne ocene, pregleda le-te ali spremembe obetov tako lahko vpliva na prihodnje obnašanje izdajatelja. Ker vlagatelji prilagajajo svoje portfelje glede na zaznane informacije, si izdajatelji namreč težko privoščijo pasivnost v primeru negativnih informacij, objavljenih s strani bonitetnih agencij, saj si na ta način otežijo oziroma zaprejo vir financiranja (Deb et al., 2011, str. 5; Masciandaro, 2011).

1.7.1.3 Funkcija certificiranja

Bonitetne ocene preko razvrstitve izdajatelja oziroma izdaje v naložbeni ali špekulativni razred nekaterim vrstam vlagateljem določajo nabor dovoljenih oziroma primernih naložb (Dittrich, 2007, str. 9), poleg tega pa se bonitetne ocene uporabljajo tudi kot sprožilci nakupa/prodaje v določenih pogodbah, pri naložbenih odločitvah in v regulativnem nadzoru (Kiff et al., 2012, str. 5). Bonitetne ocene tako ne samo preko funkcije informacijskega posrednika, ampak tudi prek funkcije certificiranja vplivajo na institucionalno povpraševanje in posledično na tržno likvidnost (International Monetary Fund, 2010, str. 86).

V luči funkcije certificiranja bonitetne agencije ne le dodelijo bonitetno oceno, ampak s tem izdajo tudi licenco za dostop do kapitalskih trgov (Dittrich, 2007, str. 9) in/ali dovoljenje za nižje regulatorne obremenitve. Številni vlagatelji namreč ne smejo držati vrednostnih papirjev, ocenjenih pod naložbenim razredom (Portes, 2008), spodnjo mejo katerega predstavlja ocena BBB- (Fitch in S&P) oziroma Baa3 (Moody's). Naložbe, ocenjene v špekulativnem razredu, bodo tako iz večine likvidnih kapitalskih trgov izključene, medtem ko bo visoka bonitetna ocena odprla vrata do najbolj likvidnih kapitalskih trgov, obenem pa naložbe v visoko ocenjene instrumente navadno znižujejo zahtevani kapital oziroma rezerve in obratno (International Monetary Fund, 2010, str. 86).

Mnogi institucionalni vlagatelji, pokojninski skladi, zavarovalnice itd. imajo pravila, ki sprožijo prodajo vrednostnih papirjev, če se ocene znižajo pod določeno raven. To lahko ima tudi negativen efekt, saj lahko znižanja bonitetnih ocen sprožijo množične prodaje instrumentov, izločitev izdajateljev iz določenih trgov, množične klice k unovčitvi zavarovanj ipd., vse to pa lahko vodi v destabilizacijo finančnih trgov (Deb et al., 2011, str. 11; International Monetary Fund, 2010, str. 86).

1.7.1.4 Funkcija primerjave

Nekateri menijo, da relativna narava bonitetnih ocen ustvarja vrednost sama po sebi, saj se na ta način lahko primerjajo obveznosti vseh možnih vrst, izdane s strani različnih izdajateljev iz najrazličnejših držav, s temi informacijami pa je možno bolje obvladovati tveganja in bolje sestaviti portfelj, kar pa je bistveno za vlagatelje (Dittrich, 2007, str. 13-14; Organisation for Economic Co-operation and Development, 2010, str. 6). Uporabniki imajo koristi ne samo s tem, da lahko primerjajo različna sredstva v okviru ene bonitetne lestvice, ampak tudi s tem, da jim ni treba razvozlavati metodologije številnih agencij, saj so tudi lestvice različnih agencij medsebojno dokaj enostavno primerljive (Gavras, 2012).

1.7.2 Omejitve pri opravljanju njihovih funkcij

Kakovost opravljanja navedenih funkcij je podvržena precejšnjim omejitvam, ki obstajajo pri delu bonitetnih agencij. Agencijam manjka ključni nadzorni mehanizem, saj nimajo finančnega vložka v analiziranih dolžniških instrumentih, zato nimajo neposredne finančne spodbude za zagotavljanje najboljših možnih storitev. Analizo tako lahko opravijo površno, da prihranijo napor, ali izdajo manipulirane ocene, s katerimi pritiskajo na izdajatelje ali pa celo sodelujejo z njimi pri izdaji instrumentov, prav tako pa ni moč izključiti tveganja goljufij, saj ocene temeljijo na informacijah, ki jih (večinoma) zagotovijo izdajatelji. Banke na drugi strani so odgovorne za svoje kreditne analize, saj imajo finančni vložek v analiziranih sredstvih in višji kot je njihov delež v sredstvih, večja je njihova spodbuda za pravilno ter skrbno pridobivanje in obdelavo informacij (Dittrich, 2007, str. 10-15).

1.8 Zgodovinski razvoj bonitetnih agencij

1.8.1 Nastanek bonitetnih agencij in njihov razvoj do 70-ih let prejšnjega stoletja

Predhodniki bonitetnih agencij 20. stoletja so bile trgovske bonitetne agencije, prvo tako je ustanovil Lewis Tappan leta 1841. Ko so se trgi, z njimi pa tudi trgovina, v 19. stoletju razvijali, je namreč postalo jasno, da obstajajo ekonomije obsega, povezane z zbiranjem in razširjanjem kreditnih informacij na sistematičen, organiziran način. Ker je tovrstnim ocenjevalcem posel v poznem 19. stoletju cvetel, so tudi drugi ocenjevalci začeli kopirati njegovo idejo, zlasti pri ocenjevanju delnic in obveznic. En tak primer je bilo podjetje Poor's Publishing, z začetki v letu 1860, ki je izdajalo ocene različnih instrumentov, vključno z obveznicami. John Moody, v začetku 20. stoletja analitik na Wall Streetu, je opazil uspešnost trgovskih bonitetnih agencij in se začel zanimati za uporabo preproste metodologije za ocenjevanje obveznic. V tistem času je sicer več analitikov izdajalo poročila o železniški industriji, z dodelano statistiko ter podrobnimi poslovnimi in finančnimi podatki (Partnoy, 1999, str. 636-637), kljub temu pa Moody velja za začetnika lestvice bonitetnih ocen, katera je v veljavi še danes.

V začetku so bonitetne agencije torej izključno pomagale premostiti informacijske vrzeli med kupci obveznic in prodajalci. Leta 1909 je John Moody objavil svoj prvi priročnik o železniških vrednostnih papirjih. Imel je idejo, da bi lahko zaslužil z analizami obveznic, oceno njihove kreditne kvalitete pa bi izrazil v preprosto razumljivi obliki (Aaa, Aa, A ipd.), ki bi bila zanimiva za vlagatelje. Ta lestvica ni bila zasnovana, da bi imela poseben pomen, kot je to primer danes, šlo je le za grob zbir različnih informacij o obveznicah, ki bi jih vlagatelji težko analizirali sami oziroma bi bilo to zanje drago (Partnoy, 2009, str. 4).

Leta 1918 je podjetje Moody's kot prvo na svetu preko kvalitete izdanih instrumentov ocenjevalo tudi kreditno sposobnost državnih izdajateljev, ki je bila opredeljena kot zmožnost in pripravljenost za poplačilo dolga. Čeprav nobena od takratnih bonitetnih agencij ni natančno definirala neplačila, je ta pojem mogoče razumeti kot neplačilo ali zamujeno plačilo obresti ali glavnice, spremembo pogodbenih pogojev, s katerimi posojilojemalec zmanjša vrednost izdanih obveznic, podaljša njihovo zapadlost ali zniža obrestno mero, kar je zelo podobno današnji definiciji (Gaillard, 2012, str. 4, 13). Johnu Moodyu so z izdajami tovrstnih ocen sledila podjetja Poor's Publishing, Standard Statistics in Fitch Publishing. Ti vstopi na trg so dokaz, da v 1920-ih letih ovire za vstop v panogo bonitetnih ocen niso bile prevelike, posledično pa si agencije niso smele privoščiti očitnih napak, saj bi sicer lahko bile izrinjene s trga s strani novih agencij. Omenjena podjetja so se skozi čas razvijala in povezovala. Podjetji Poor's in Standard sta se združili leta 1941, združeno podjetje pa je nato leta 1966 kupila družba McGraw-Hill. Dun & Bradstreet je leta 1962 najprej kupil Moody's, nato pa se je ta leta 2000 odcepil kot samostojna družba. Fitch, tretji član velike trojice, pa se je v letu 1997 združil z britanskim podjetjem IBCA, delom francoskega konglomerata FIMALAC (Partnoy, 1999, str. 639; White, 2010, str. 211).

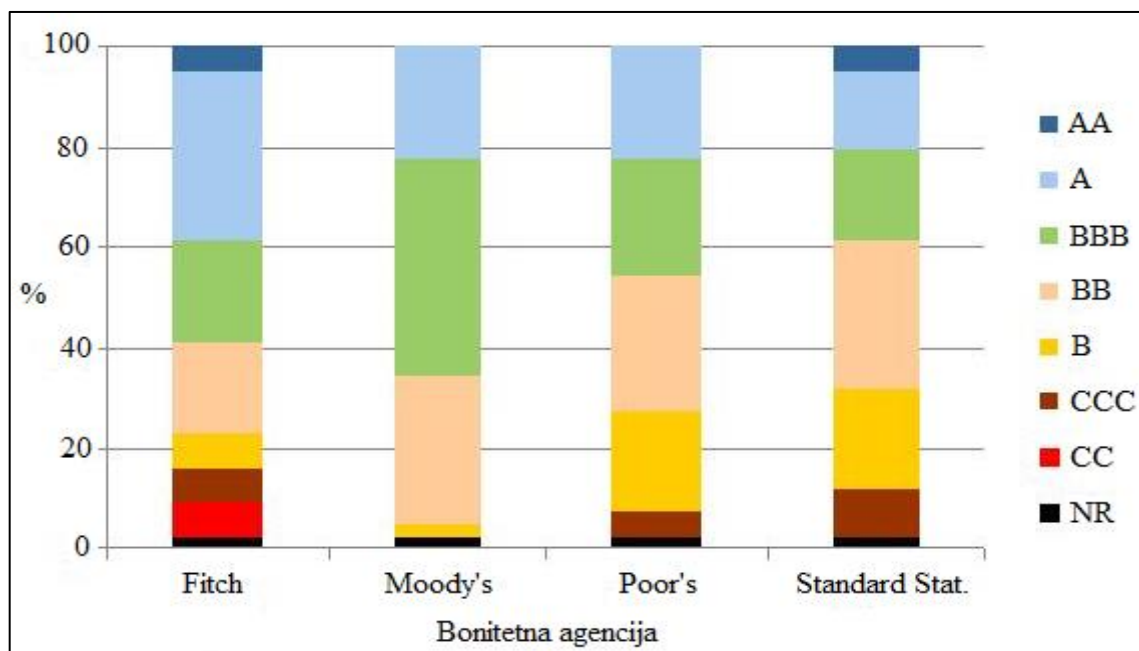
V začetnih letih so agencije ocene kreditne kvalitete obveznic vlagateljem prodajale v debelih priročnikih, sčasoma pa so se iz prodajanja samih informacij preusmerile v izdajo regulatornih licenc za vstop na finančne trge. Ta preusmeritev se je začela po zlomu leta 1929, ko so se regulatorji za pomoč obrnili na bonitetne agencije (Partnoy, 2009, str. 4), katerih ocene so začeli v pomembnejšem obsegu vključevati v predpise. Posledično so agencije postajale vse pomembnejše za udeležence na trgu in to kljub temu, da velike depresije niso predvidele, kar je imelo za posledico znaten zamik med spremembami tržnih cen in spremembami bonitetnih ocen (Partnoy, 1999, str. 644, 688).

Partnoy (1999, str. 644, 646) nadaljuje, da čeprav so bonitetne agencije trdile, da njihovi podatki izhajajo iz edinstvenih virov, je veliko teh očitno izhajalo iz javno dostopnih novic. Poleg tega je večina izdaj obveznic v 30-ih letih bila ocenjena šele po izdaji, kar pomeni, da so bile bonitetne ocene dragocene samo na sekundarnem, kjer so višje ocenjene obveznice uživale večjo likvidnost, ne pa tudi na primarnem trgu, kjer bi njihove ocene imele še večji pomen.

Pogled v zgodovino kaže, da so Banke zveznih rezerv (angl. *Federal Reserve Banks*) prve začele uporabljati ocene obveznic v svojem pregledu portfeljev bank članic v letu 1930. Prvo uradno pravilo, ki je vključevalo bonitetne ocene, pa je bilo sprejeto leta 1931. Finančno ministrstvo ZDA je preko kontrolorja valut (angl. *Comptroller of the Currency*), nadzornega organa za nacionalne banke v ZDA, sprejelo bonitetne ocene kot ustrezno merilo kakovosti obvezniških računov nacionalnih bank. Obveznice, ocenjene z BBB (oziroma enakovredno oceno) ali višje, so se lahko izkazovale po nominalnih vrednostih, pri obveznicah z nižjimi ocenami pa so bili potrebni delni odpisi. Vezava regulatornih posledic na nivo bonitetnih ocen je okrepila pritisk na agencije, da napihnejo ocene slabše kakovostnih vrednostnih papirjev, saj so regulirane institucije iskale načine za zmanjševanje regulatorne obremenitve (Goodhart, 2008; Partnoy, 1999, str. 688-689).

Flandreau in Gaillard (2009) sta izvedla študijo obnašanja takratnega državnega dolga, izdanega v New Yorku, kjer pa nista našla nobenih dokazov o vrhunskih zmogljivostih napovedovanja agencij, ki bi upravičevale njihovo vključitev v regulativo. Medtem ko nekateri rezultati kažejo, da je skrb za ime igrala določeno vlogo (Slika 2 kaže, da je bil npr. Standard Statistics, nov vstopnik na trg, bolj konservativen od konkurentov), pa nista našla nobenih jasnih dokazov o superiornosti bonitetnih agencij v primerjavi z alternativnimi tržnimi merami, kot so bile cene obveznic.

Slika 2: Sestava ocen eno leto pred neplačilom v obdobju 1920–1939 (44 izdaj)



Vir: M. Flandreau & N. Gaillard, *Icarus' syndrome: Rating agencies and the logic of regulatory license*, 2009.

Iz Slike 2 vidimo, da je v obdobju od 1920 do 1939 najbolj darežljive ocene državnim dolžniškim instrumentom, kateri nato niso poplačali obveznosti, ki izhajajo iz njih, dodeljeval Fitch, saj je bilo skoraj 40 % izdaj tovrstnih dolžniških instrumentov ocenjenih v A kategoriji, medtem ko je bil, kot že omenjeno nekaj vrstic višje, najkonservativnejši Standard Statistics.

Pojasnjujeta tudi, da je bil ukrep leta 1931 del celovite strategije, preko katere je ameriško finančno ministrstvo sredi likvidnostne krize skušalo zagotoviti podporo bankam. Bonitetne agencije so tako služile kot orodje za spodbujanje prizanesljivosti in rezervacije po nominalni vrednosti so dale zagon bilancam bank, kar pa ni preprečilo nadaljnjega kolapsa.

Omenjena avtorja ugotavljata, da so bonitetne agencije postale steber regulative zaradi takrat zaznanega konflikta interesov, obstoječega ob izdajah, ki so mu bile podvržene investicijske in poslovne banke. Banke so bil takrat na slabem glasu, zaradi česar je obstajal strah, da so zaradi njihove dvojne vloge, kot originatorjev in vloge pri zagotavljanju likvidnosti, cene, po katerih so instrumenti izdani, verjetno zmanipulirane. Za certificiranje in regulativno uporabo je bilo zato potrebno zagotoviti neko oceno vrednosti, ki je nastala daleč od izvirnega procesa, s tem pa so regulatorji povlekli agencije bližje jedru nastanka novih vrednostnih papirjev, kar se je na koncu izkazalo škodljivo za njihov ugled, saj so zdaj okrivljene za grehe, obstoju katerih se morajo v prvi vrsti zahvaliti za moč, ki jo danes uživajo.

Leta 1934 je bila ustanovljena SEC, ki je začela zahtevati, da družbe izdajajo standardizirane finančne izkaze, do velike spremembe v odnosu med bonitetnimi agencijami in obvezniškimi trgi v ZDA pa je prišlo, ko so bančni regulatorji želeli spodbuditi banke, da vlagajo le v varne obveznice. Leta 1936 je bil izdan odlok, ki je bankam prepovedoval vlaganje v vrednostne papirje, definirane kot špekulativne v priznanih bonitetnih priročnikih. Banke so bile tako pri vlaganju omejene na obveznice, ki so po predpisu kontrolorja valut spadale v naložbeni razred, in niso mogle več svobodno uporabljati katerihkoli informacij, za katere so menile, da so zanesljive, ampak so bile prisiljene uporabljati ocene agencij Moody's, Poor's, Standard Statistics oziroma Fitch, katerih presoja kreditne sposobnosti je v bistvu dosegla moč zakona. Odločitev je imela močan učinek in je povzročila val protestov s strani bančnega sektorja, saj več kot polovica izdaj obveznic, s katerimi se je takrat javno trgovalo, ni spadala v naložbeno kategorijo. Nasprotniki so trdili, da bo odločba dala bankam lažen občutek varnosti, da so nakupi obveznic, ki imajo sprejemljivo bonitetno oceno, popolnoma varni. Tudi takratni valutni kontrolor se zdi, da je prepoznal potencialno škodljive vplive tega odloka, saj je v enem svojih govorov poudaril, da so vodilni v institucijah odgovorni za ustrezno naložbo bančnih sredstev, tako kot so bili tudi v preteklosti, in da ni namen odloka, da prenese to odgovornost na bonitetne agencije. Pred sprejetjem tega odloka je mnogo bank vlagalo v

obveznice, ocenjene nižje od BBB, zaradi česar je odločba izločila velik del trga za obveznice v špekulativnem razredu (Partnoy, 1999, str. 690-691; White, 2010, str. 213).

Pred sprejetjem tega odloka so bonitetne agencije obveznice ocenjevale šele po njihovi izdaji, ta sprememba pa je izdajatelje obveznic spodbudila, da pridobijo oceno že pred samo izdajo. Izdajatelji so bili tako praktično prisiljeni pridobiti bonitetne ocene, ne glede na to, kakšne informacije so te dejansko vsebovale. Ni presenetljivo, da je pomen ocen posledično zrasel, zaradi česar so bonitetne agencije postale pomembnejše in donosnejše, vendar ne zato, ker bi zagotavljale dragocenejša informacije, ampak zato, ker so začele prodajati dragocene regulatorne licence (Partnoy, 1999, str. 691-692).

V naslednjih desetletjih so zavarovalniški regulatorji v vseh zveznih državah sledili in vezali minimalne kapitalske zahteve na ocene obveznic, v katere so zavarovalnice vlagale, v 70-ih letih so podobni strategiji sledili tudi pokojninski regulatorji. Regulatorji so tako prenesli znaten del svoje moči na bonitetne agencije, saj so te dejansko začele odločati, kateri vrednostni papirji so dovolj varni za regulirane subjekte, da jih ti držijo. Regulatorna uporaba bonitetnih ocen je spremenila namen povpraševanja po bonitetnih ocenah, in sicer iz povpraševanja vlagateljev, ki se zanimajo za konservativno mnenje, v povpraševanje k temu zavezanih reguliranih vlagateljev (Calomiris, 2008, str. 77; White, 2010, str. 213).

Kljub omenjenim spremembam pa bonitetne agencije niso ostale pomembne in vplivne za dolgo, k čemur je najbolj prispevala velika depresija, ki je pokazala na šibke točke agencij, poleg tega pa je privedla do upočasnitve na trgu državnih obveznic, kar je vplivalo na posel agencij. Neugodni dogodki so se nadaljevali leta 1936, ko je prišlo do zaostrovanja mednarodnih odnosov, zaradi česar je Fitch umaknil ocene Nemčije, Avstrije, Kitajske, Češkoslovaške, Italije in Japonske, temu zgledu so kasneje sledile tudi ostale tri agencije. Druga svetovna vojna je za bonitetne agencije pomenila še hujši udarec, saj so umaknile vse, razen ocen severnoameriških in latinskoameriških obveznic (Gaillard, 2012, str. 4-5).

Partnoy (1999, str. 692) poudarja, da se v obdobju od 1940 do 1970 regulatorna odvisnost od bonitetnih ocen ni bistveno spremenila, saj niso bile sprejete pomembnejše uredbe, ki bi bile vezane na bonitetne ocene. Pomen bonitetnih ocen se tako v tem obdobju ni bistveno povečal, prav tako tudi ne njihova informacijska vrednost, kot ugotavlja Gaillard (2012, str. 6-7) je posel ocenjevanja držav celo stagniral, kar je povezano z majhnim številom tujih državnih obveznic, izdanih v ZDA med letoma 1940 in 1970. Stvar je šla tako daleč, da je Fitch za določeno obdobje celo prenehal izdajati bonitetne ocene držav, medtem ko sta Moody's in S&P ocenjevali zanemarljivo število držav, S&P med leti 1968 in 1974 recimo samo ZDA in Kanado.

V času vietnamske vojne se je povpraševanje po kreditnih informacijah povečalo, vendar so bile agencije še vedno relativno majhne in niso predstavljale posebej pomembnega vira informacij za izdajatelje in vlagatelje (Partnoy, 1999, str. 648).

1.8.2 Uvedba NRSRO in sprememba modela delovanja

Leta 1975 je SEC centraliziral moč treh največjih bonitetnih agencij, ko je minimalne kapitalske zahteve za posredniško-trgovalne družbe (angl. *broker-dealers*) vezal na tveganost njihovega portfelja, pokazatelj katerega so bile bonitetne ocene obveznic (White, 2010, str. 213). Družbe so bile tako s kapitalskimi odpustki nagrajene za držanje instrumentov, ocenjenih v naložbenem razredu s strani vsaj dveh NRSRO (Deb et al., 2011, str. 7).

Zaradi strahu, da je sklicevanje na priznane bonitetne priročnike preveč ohlapno in da bi lahko nastale lažne bonitetne agencije, ki bi za primerno plačilo dodeljevale neupravičeno visoke bonitetne ocene, je SEC uvedel novo kategorijo NRSRO. Ta status je bil nemudoma podeljen agencijam Moody's, S&P ter Fitch in le njihove bonitetne ocene so lahko služile za določanje kapitalskih zahtev posredniško-trgovalnih družb. S tem je SEC še spodbudil zanašanje regulatorjev na bonitetne ocene, saj so kmalu tudi drugi finančni regulatorji ponotranjili kategorijo NRSRO (Partnoy, 2009, str. 4; White, 2010, str. 214). Kriteriji za dodelitev statusa NRSRO so bili nejasni, agencija pa ga je pridobila tako, da je vložila zahtevek pri SEC-u, nato pa je čakala na njeno odločitev, do katere je navadno preteklo kar nekaj časa (Hunt, 2008, str. 20). Za potencialne nove vstopnike v panogo bonitetnega ocenjevanja so stroški in negotovost pridobitve statusa NRSRO predstavljali še dodatno, pravno oviro za vstop, poleg znatne ovire v manjšem ugledu v primerjavi z agencijami, ki so že bile v panogi (Goodhart, 2008).

Bonitetne agencije in njihove ocene so tako dobile osrednje mesto na obvezniških trgih. Banke in druge finančne institucije so, namesto z lastnimi ocenami tveganj obveznic, zahteve regulatorjev izpolnjevale preprosto s tem, da so upoštevale ocene bonitetnih agencij. Ker so agencije postale tako pomembne, so jim morali pozornost posvečati praktično vsi udeleženci na trgih (White, 2010, str. 214).

Na ta način so regulativni nadzor, ki je v javnem interesu, vezali na bonitetne ocene, ki pa jih izdajajo zasebna podjetja, katerih cilj je dobiček, kar je odprlo vrata za konflikte interesov. Ta namesto regulatorja dodeljujejo t.i. regulatorne licence, s katerimi določajo obseg vpliva različnih pravnih predpisov. Dobra ocena namreč daje izdajatelju (in vlagateljem v določeno izdajo) pravico do nekaterih ugodnosti, povezanih z regulativo. Regulator je s tem, ko je predal to pomembno nalogo bonitetnim agencijam, dal uraden pečat njihovim metodam, kar pa je zmanjšalo pripravljenost strank, da opravijo lastne analize in skrbne preglede vrednostnih papirjev, v katere vlagajo. Od tovrstnih regulatornih

licenc so imele bonitetne agencije koristi že v 30-ih letih prejšnjega stoletja, od sredine 70-ih let do danes pa je njihova korist iz tega naslova skokovito porasla, saj so bile bonitetne ocene vključene v na stotine pravil in predpisov iz različnih področij (Goodhart, 2008; Partnoy, 1999, str. 623, 683, 692)

Kot pravi Partnoy (1999, str. 623-624, 649), je ta sprememba v panogi ne samo utrdila oligopol, saj so v začetku le tri agencije pridobile status NRSRO, ampak je povzročila tudi premik fokusa agencij od prodaje čim bolj popolnih kreditnih informacij k veliko bolj donosni prodaji regulatornih licenc. Agencije so namreč imele spodbudo, da izdajajo bonitetne ocene, četudi so te netočne ali pomanjkljive, saj so bili tržni udeleženci zanje zaradi njihovega regulatornega pomena v vsakem primeru pripravljeni plačati, kar je vplivalo na njihovo silovito rast.

V tem obdobju se je zgodila še ena pomembna sprememba, saj so v začetku 70-ih let prejšnjega stoletja največje bonitetne agencije spremenile svoj poslovni model. Iz modela, kjer oceno plača vlagatelj, so agencije prešle na model, kjer za oceno plača izdajatelj. Možni razlogi za spremembo so (Partnoy, 1999, str. 654; White, 2010, str. 214-215):

- morebiten strah bonitetnih agencij, da bodo prihodki od prodaje bonitetnih priročnikov upadli zaradi razmaha fotokopirnih strojev, ki so takrat prišli v splošno uporabo;
- junija 1970 je transportno podjetje Penn-Central Railroad razglasilo stečaj. Ker je šlo za največji korporativni stečaj do tistega dne, je povzročil pretres na obvezniških trgih, zaradi česar so se izdajatelji dolžniških instrumentov trudili prepričati vlagatelje, da so njihove obveznice varne, posledično pa so bili pripravljeni plačati bonitetnim agencijam, da te jamčijo za njih. Po drugi strani pa bi bili zaradi slabe izkušnje v primeru omenjenega stečaja tudi vlagatelji pripravljeni plačati za to, da izvedo, katere obveznice so varne in katere ne, zato je to lahko tako argument za kot proti spremembi poslovnega modela;
- bonitetne agencije so morda spoznale, da morajo izkoristiti finančno regulativo, ki jim je pisana na kožo, in zato zaračunavati izdajateljem za privilegij, da jim dodelijo dovolj visoko oceno, s katero jim odprejo vrata v portfelje finančnih institucij;
- panoga bonitetnih ocen tako kot mnoge druge panoge, kjer gre za izmenjavo informacij, vključuje dvostranski trg, kjer lahko plačila izvirajo iz ene ali obeh strani. Različni modeli lahko prinesejo različne rezultate, zato so mogoče agencije začutile, da bi jim sprememba modela lahko prinesla boljše rezultate;
- informacije, ki jih ustvarjajo bonitetne agencije, imajo lastnosti javne dobrine, zato za bonitetno oceno plača izdajatelj v imenu zainteresirane javnosti.

Ne glede na razlog je ta sprememba odprla vrata za morebiten konflikt interesov. Obstajala je nevarnost, da bi bonitetna agencija v želji, da obdrži izdajatelja in da ta ne gre k drugi agenciji, dodelila višjo bonitetno oceno, kot bi bilo upravičeno. Vseeno pa se zdi, da so bili

ti konflikti v prvih treh desetletjih novega poslovnega modela nekako pod nadzorom. Dve značilnosti obvezniškega trga sta pri tem pomembno pomagali (White, 2010, str. 215):

- ker je bilo na tisoče vladnih in podjetniških izdajateljev obveznic, možnost, da določen izdajatelj (če je bil nezadovoljen z obstoječo agencijo) odide k drugi agenciji, ni pomenila večje grožnje, saj agencije niso bile odvisne od nekaj velikih igralcev, kot je bil to primer kasneje;
- postopki ocenjevanja vladnega in podjetniškega dolga so bili relativno pregledni, prav tako pa ta ni imel tako posebnih značilnosti (angl. *plain vanilla debt*), kot je to primer danes, zato bi napačno oceno, ki bi bila očitna, lahko hitro opazili tudi drugi, kar pa bi lahko škodovalo ugledu ocenjevalca.

Dejansko pa glavni očitek bonitetnim agencijam v tem obdobju ni bil, da delujejo preveč v skladu s željami izdajateljev, ampak kvečjemu to, da so bile preveč ostre in da so postale premočne. White (2010, str. 216) tako omenja, da je s Pulitzerjevo nagrado večkrat nagrajeni kolumnist Thomas L. Friedman leta 1996 izjavil, da po njegovem mnenju na svetu obstajata dve velesili, ZDA in bonitetna agencija Moody's, pri čemer ni čisto prepričan, kdo je močnejši, saj te prva lahko uniči z bombami, druga pa z znižanjem bonitetne ocene obveznice.

V 25-ih letih po uvedbi statusa NRSRO je SEC ta status dodelil samo štirim dodatnim podjetjem, in sicer Duff & Phelps leta 1982, McCarthy, Crisanti & Maffei leta 1983, IBCA v letu 1991 ter Thomson BankWatch leta 1992. Zaradi združevanja med novinci in z agencijo Fitch se je število tovrstnih organizacij ob koncu leta 2000 vrnilo k njihovemu prvotnemu številu, torej trem (White, 2010, str. 216-217), trenutno pa jih je deset.

2 VLOGA BONITETNIH AGENCIJ V FINANČNI KRIZI

2.1 Ozadje in izbruh globalne finančne krize ter vloga bonitetnih agencij pri razmahu strukturiranih finančnih instrumentov

Korenine finančnega zloma v letu 2008 segajo v začetek 21. stoletja, ko se je začelo obdobje nizkih obrestnih mer in visoke svetovne rasti. Na eni strani so bile na delu makroekonomske sile, nizke obrestne mere so namreč spodbudile vlagatelje po vsem svetu v iskanje donosov v instrumentih, za katere se je kasneje izkazalo, da so slabše kreditne kvalitete, visoke rasti in nizka volatiliteta pa so vlagatelje vodili do preveč optimističnih ocen tveganj. Finančni sistem je tako, deloma kot odgovor na povpraševanje, ustvaril in razvil nove instrumente, kateri so ob navidez primerljivem tveganju ponujali večje donose kot nekatere druge vrste naložb, vendar pa se je kasneje izkazalo, da so bili ti instrumenti v resnici precej bolj tvegani, kot se je zdelo na prvi pogled. Optimizem je prevladal nad tržno

disciplino, ocenjevanje teh instrumentov pa je bilo predano bonitetnim agencijam (Blanchard et al., 2009, str. 2).

2.1.1 Listinjenje premoženja

Izjemna rast strukturiranih financ in z njimi povezanega listinjenja predstavlja eno izmed najpomembnejših sprememb na finančnem področju v zadnjih nekaj desetletjih (Hunt, 2008, str. 7). Prehod v listinjenje sredstev je bil v veliki meri posledica želje posojilodajalcev, da zaradi kapitalskih namenov sredstva premaknejo iz svojih bilanc. Poleg tega se je donosnost tradicionalnih posojil zmanjševala, saj se je konkurenca na področju posojanja povečala, zaradi česar je listinjenje postalo gonilo razvoja novih hipotekarnih instrumentov, ob tem pa so rasle tudi cene stanovanj, na katerih so ti instrumenti večinsko temeljili (Mason & Rosner, 2007, str. 11).

Osnovna ideja listinjenja je torej ta, da se svežnji ali »bazeni« finančnih sredstev, ki zagotavljajo prihodnji donos, npr. hipotekarnih posojil, prodajo subjektu (posebnemu specializiranemu podjetju (angl. *special purpose vehicle*)), ta pa na njihovi podlagi izda izvedene dolžniške vrednostne papirje (hipotekarne obveznice). S tem, ko so te obveznice prodane vlagateljem, je finančno premoženje olistinjeno (Hunt, 2008, str. 7).

2.1.1.1 Razvoj listinjenja na kratko

Vrednostne papirje, krite s hipotekami (angl. *mortgage-backed securities*, v nadaljevanju MBS), lahko razdelimo na vrednostne papirje, zavarovane s komercialnimi hipotekarnimi posojili (angl. *commercial mortgage-backed securities*) in vrednostne papirje, zavarovane s stanovanjskimi hipotekarnimi posojili (angl. *residential mortgage-backed securities*, v nadaljevanju RMBS), odvisno od vrste premoženja, ki je podlaga hipotekam (Benmelech & Dlugosz, 2009). Za namen naloge so pomembni predvsem slednji. Prvi zasebni vrednostni papir, krit s premoženjem, je bil sicer RMBS, izdan s strani Bank of America leta 1977, ki je imel preprosto strukturo z eno tranšo. Ko je industrija dozorela in so vlagatelji postali samozavestnejši pri napovedovanju obnašanja hipotek, so RMBS in drugi strukturirani finančni instrumenti postali precej kompleksnejši in zapletenejši, k temu pa je prispevala tudi učinkovitejša tehnika prevzemanja rizikov (Mason & Rosner, 2007, str. 57-58). Ti listinjeni instrumenti so tako začeli vključevati RMBS, krite z drugorazrednimi hipotekarnimi posojili, vrednostne papirje, zavarovane z dolžniškimi instrumenti (angl. *collateralized debt obligations*, v nadaljevanju CDO), ki temeljijo na drugorazrednih RMBS ipd. RMBS so torej listinjeni instrumenti, kateri temeljijo na stanovanjskih hipotekah, medtem ko so CDO, temelječi na RMBS, strukturirani finančni instrumenti, ki imajo RMBS za osnovno premoženje. RMBS, razdeljeni na tranše, obstajajo že od 80-ih let prejšnjega stoletja, pomembni pa so postale šele v prejšnjem desetletju. Vsi ti instrumenti so z razvojem postajali vse kompleksnejši in vse manj pregledni (Hunt, 2008, str. 8, 10).

2.1.1.2 Glavne značilnosti in prednosti listinjenja

Pomembna značilnost strukturiranih financ je alokacija denarnih tokov, generiranih na osnovi »bazena« sredstev, v različne razrede vrednostnih papirjev ali tranše, saj se izgube šele, ko je ena tranša izčrpana, prenesejo na naslednjo tranšo v zaporedju. Izgube v »bazenu« sredstev tako najprej prizadenejo podrejene, nato vmesne in na koncu nadrejene tranše. Nadrejene tranše imajo tako najmanjšo izpostavljenost tveganju neplačila, zaradi česar nosijo najvišje bonitetne ocene in posledično vlagateljem prinašajo najnižje obresti, zato je v izdajateljevem interesu, da je na podlagi »bazena« sredstev izdanih čim več instrumentov, ki temeljijo na nadrejenih tranšah. Hkrati morajo biti podrejene tranše dovolj velike, da je lahko trditev izdajatelj, da nadrejene tranše dejansko nosijo le majhno tveganje neplačila, verodostojna. Tranše lahko imajo razen nadrejenosti oziroma podrejenosti tudi druge strukturne značilnosti. Tranše veliko hipotekarnih vrednostnih papirjev so »*interest-only*« ali »*principal-only*«, kar pomeni, da njihov donos izvira bodisi iz obresti bodisi iz glavnice, generirane na osnovi »bazena« hipotek (Hunt, 2008, str. 8; Sy, 2009, str. 16).

Listinjenje je zasnovano tako, da odnos med vlagatelji in subjektom, ki je prodal terjatve posebnemu specializiranemu podjetju, ne obstaja, prav tako pa upniki subjekta, ki prodaja, običajno nimajo več dostopa do sredstev, potem ko so ta prodana posebnemu specializiranemu podjetju (Hunt, 2008, str. 7).

Ob primernem strukturiranju in nadzoru listinjenje različnim tržnim udeležencem prinaša kar nekaj prednosti. Listinjenje tako (Goodhart, 2008; Mason & Rosner, 2007, str. 11, 34):

- preko prenosa sredstev iz bilanc finančnim institucijam v splošnem omogoča, da za financiranje posojilne dejavnosti potrebujejo manj depozitov, posledično pa lahko imajo manj kapitala, kot če bi obdržale vso kreditno tveganje v svojih bilancah;
- zmanjšuje stroške financiranja in povečuje likvidnost sicer slabše likvidnih sredstev;
- v zadnjih nekaj desetletjih predstavlja glavni kanal za širitev finančnih trgov in prenos kreditnega tveganja od posojilodajalcev k vlagateljem;
- povečuje paleto finančnih instrumentov;
- spodbuja finančne institucije k učinkovitejši razporeditvi kapitala;
- različnim tržnim udeležencem omogoča bolj prožno upravljanje tveganj.

2.1.1.3 Slabosti in tveganja, povezana z listinjenjem

Po drugi strani pa so s prenosom terjatev iz bilanc banke izgubljale tradicionalno spodbudo za spremljanje teh tveganj (De la Dehesa, 2007). Listinjenje je tako privedlo do ohlapnejše skrbnosti originatorjev posojil, ki pa je v procesu listinjenja potrebna na skoraj vsakem koraku. Na nek način je to klasičen problem moralnega hazarda, saj so bila posojila slabše

kakovosti na vsakem koraku kreirana ali prodana naprej s strani tistih, ki so vedeli, da izpostavljenosti do teh posojil ne bodo nosili za dolgo. Investicijske banke so kupile ta slaba posojila od originatorjev vedoč, da jih bodo olistinila na globalni ravni, pod pogojem, da bodo pridobila oceno v naložbenem razredu s strani certificiranih bonitetnih agencij (Organisation for Economic Co-operation and Development, 2010, str. 8). Očitno pomanjkanje skrbnosti in prizadevnosti pri izdaji, ocenjevanju ter listinjenju hipotek je tako na koncu privedlo do zloma (Goodhart, 2008).

Odbor za globalni finančni sistem (angl. *Committee on the Global Financial System*) je že leta 2005 izpostavil naslednja zaskrbljujoča dejstva:

- vlagatelji imajo težave s popolnim razumevanjem tveganj, povezanih s strukturiranimi instrumenti;
- modelsko tveganje pri instrumentih, kot so CDO, je težava tudi za zahtevnejše tržne udeležence, saj obstaja manjko konsenza o dobri praksi v zvezi z modeliranjem teh tveganj;
- uporaba teh instrumentov, skupaj s pojavom najhujših scenarijev, povezanih s slabim ocenjevanjem ali upravljanjem izpostavljenosti, bi lahko privedla do situacije, v kateri bi lahko ekstremni tržni dogodki imeli nepričakovane sistemske posledice;
- glede na težave in dejstvo, da so trgi strukturiranih financ večinoma še nepreverjeni, njihova nadaljnja rast zahteva ozaveščanje centralnih bank.

Obstaja več možnih razlogov, zakaj opozorilni znaki o nevarnostih teh strukturiranih instrumentov in njihovih ocen niso vodili k uvedbi večjega nadzora (Sy, 2009, str. 27):

- lobiranje bonitetnih agencij;
- vera v koristi finančnih inovacij, ki naj bodo čim manj omejene;
- finančni regulatorji morda niso želeli odpirati metodoloških črnih skrinjic bonitetnih agencij, ker bi to pomenilo, da so jih uradno preverili in potrdili, s tem pa bi več odgovornosti padlo na njih.

Predsednik SEC-a Cox je ob sprejetju zakona o reformi bonitetnih agencij leta 2006 izjavil, da ni njihova naloga, da preverjajo kakovost ocen bonitetnih agencij, ampak da zagotavljajo, da te delajo, kar trdijo. MDS pa je na drugi strani aprila 2007 v Svetovnem poročilu o finančni stabilnosti opozarjal, da je eno od najpomembnejših nerešenih globalnih tveganj v tem, da bonitetne agencije še naprej širijo uporabo svojih ocen na področja, ki presegajo tradicionalno področje kreditnega tveganja (Mason & Rosner, 2007, str. 62; Sy, 2009, str. 27).

Razcvet stanovanjskega trga v ZDA, ki se je začel v poznih 90-ih prejšnjega stoletja in trajal do sredine leta 2006, je v znatni meri slonel na drugorazrednih hipotekarnih

posojilih. Številne finančne institucije so ustanovile posebne ali strukturirane investicijske družbe, ki so drugorazredna hipotekarna posojila v procesu listinjenja preoblikovala iz nelikvidnega premoženja v hipotekarne vrednostne papirje, katerih nadrejene tranše so končale v lasti velikega števila finančnih družb, vključno z bankami. Čeprav ni možno trditi, da noben vlagatelj ne bi kupil teh instrumentov, če ti ne bi imeli ugodnih bonitetnih ocen, pa so te ocene vseeno določale širšo tržno zanimivost teh instrumentov, končni razplet pa je bil tak, da je prvotni razcvet in kasnejši upad cen stanovanj preko vpliva na te instrumente vodil v finančno krizo (Mason & Rosner, 2007, str. 14; White, 2010, str. 220).

Gorton (2008) in Sy (2009, str. 16) pojasnjujeta, da je kriza nastala zaradi izgube informacij o lokaciji in velikosti tveganj, povezanih s temi zapletenimi finančnimi instrumenti. Industrija strukturiranih instrumentov je ustvarila zelo veliko ponudbo na videz visoko kakovostnih instrumentov s stalnim donosom iz »bazenov« sredstev nižje kakovosti, s koncentracijo kreditnega tveganja v majhni količini visoko tveganih sredstev. Ta hitra rast domnevno varnih sredstev ni pomenila samo prenosa tveganja, ampak je dejansko injicirala novo sistemsko tveganje v finančni sistem.

2.1.2 Listinjenje in bonitetne agencije

Ti novi, strukturirani finančni instrumenti, se brez sodelovanja bonitetnih agencij ne bi mogli tako uveljaviti. Zaradi precejšnje zapletenosti ter slabše preglednosti teh instrumentov so bonitetne agencije imele na tem področju pomembnejšo vlogo kot pri ocenjevanju drugih vrst instrumentov. Lastne analize kreditnega tveganja so bile namreč zelo težavne oziroma povezane z relativno visokimi stroški ocenjevanja strukture in profila tveganj teh instrumentov (Sy, 2009, str. 16), zato so se bili vlagatelji prisiljeni skoraj brezpogojno zanašati na ocene bonitetnih agencij (Mason & Rosner, 2007, str. 18). Listinjenje drugorazrednih hipotekarnih posojil v hipotekarne vrednostne papirje je tako lahko uspelo in se razširilo po svetu zahvaljujoč ugodnim bonitetnim ocenam, dodeljenim tistim bolj nadrejenim tranšam. Bonitetne agencije so namreč (White, 2010, str. 220):

- imele moč zakona, saj so njihove ocene določale zmožnost in, prek vpliva na kapitalske zahteve, tudi interes reguliranih finančnih institucij za vlaganje v te vrednostne papirje;
- na splošno imele razmeroma visok ugled, ki so ga zgradile z ocenami podjetniških in državnih obveznic, zato so mnogi vlagatelji zaupali tudi njihovim ocenam vrednostnih papirjev, kritih s hipotekami.

Izdajatelji so aktivno kupovali bonitetne ocene teh instrumentov, ob tem pa niso bili pripravljeni plačati za ocene, ki so se jim zdele prenizke. Agencije pa so na drugi strani trdile, da bo skrb za ohranjanje njihovega ugleda izolirala ocenjevanje strukturiranih instrumentov od neprimernih vplivov s strani izdajateljev. Ta argument pa je postajal vse

manj prepričljiv, ko je prihodek iz ocen strukturiranega dolga začel strmo rasti (Goodhart, 2008), poleg tega pa je bilo zaradi njihove bistveno večje zapletenosti in nepreglednosti, kot pri tradicionalnih podjetniških in državnih obveznicah, manj verjetno, da bodo napačne ocene hitro opažene (White, 2010, str. 221).

2.1.2.1 Vzroki za slabšo kakovost in nižje standarde pri bonitetnih ocenah strukturiranih instrumentov

2.1.2.1.1 Spremenjena narava strank bonitetnih agencij

Za razliko od ocenjevanja podjetniškega in državnega dolga, kjer je bilo na tisoče izdajateljev, je trg ocenjevanja hipotekarnih vrednostnih papirjev zajemal relativno majhno število investicijskih bank, ki pa so izvajale listinjenje v velikem obsegu (White, 2010, str. 221). Manjše število investicijskih bank je tako agencijam prinašalo večino posla, zaradi česar so te banke pridobile precejšnjo moč.

Tabela 1 kaže, da je v letu 2007 vrednostno skoraj tri četrtine vseh izdaj MBS organiziralo 10 velikih investicijskih bank (Organisation for Economic Co-operation and Development, 2010, str. 9), na prvem mestu pa je bila kasneje propadla Lehman Brothers.

Tabela 1: Glavni nosilci izdaj hipotekarnih vrednostnih papirjev v letu 2007

Mesto	Nosilec izdaje	Tržni delež (v %)
1	Lehman Brothers	10,80
2	Bear Stearns & Co., Inc.	9,90
3	Morgan Stanley	8,20
4	JP Morgan	7,90
5	Credit Suisse	7,50
6	Bank of America Securities LLC	6,80
7	Deutsche Bank AG	6,20
8	Royal Bank of Scotland Group	5,80
9	Merrill Lynch	5,20
10	Goldman Sachs & Co.	5,10

Vir: Organisation for Economic Co-operation and Development, Competition and Credit Rating Agencies, 2010, str. 9.

Efing in Hau (2013) sta predstavila izsledke svoje analize, narejene na vzorcu 6.500 bonitetnih ocen agencij S&P, Moody's in Fitch, ki se tičejo strukturiranih finančnih instrumentov. Ugotovila sta, da so bile bonitetne ocene pristranske v korist tistih izdajateljev, med njimi so bile velike finančne institucije, ki so zagotavljale agencijam več posla, kar kaže na močna nasprotja interesov. Za izdajatelje so boljše ocene pomenile nižji

povprečni donos ob izdaji in nižje stroške, za bonitetne agencije pa zvestobo strank, katere so jim prinašale večino prihodkov. Omenjata verjetnost, da so bile napačne ocene izdane tudi v dobri veri in kadar so napake v korist izdajateljev, se zdi logično, da bodo ti verjetno privilegirali takšne bonitetne agencije in jim s tem zagotovile več posla. Vseeno pa zaključujeta, da če bi šlo za napake v dobri veri, bi te morale biti neodvisne druga od druge in različne od izdaje do izdaje, ne pa, da imajo vse skupno pristranskost v isto smer.

2.1.2.1.2 Večja konkurenca med bonitetnimi agencijami

Ne samo zaradi narave strank, ampak tudi zaradi večje konkurence med agencijami je prišlo do inflacije bonitetnih ocen. Ko je Fitch postal resen konkurent, so investicijske banke lahko verodostojno zagrozile, da bodo zamenjale bodisi Moody's bodisi S&P z agencijo Fitch. Becker in Milbourn (2008) sta ugotovila, da je odstotek ocen v naložbenem razredu z večjo konkurenco znatno porasel. Investicijske banke so tako v primeru nezadovoljstva imele močnega aduta v grožnji, da bodo prenesla vse svoje dejavnosti listinjenja v ocenjevanje drugi bonitetni agenciji, ki bo pripravljena dodeliti višje ocene (White, 2010, str. 221). Nekdanji zaposleni pri agenciji Moody's je povzel spremembo v delovanju in poslovni kulturi agencije. Ko se ji je pridružil konec leta 1997, je bil glavni strah analitikov, da bi sodelovali pri dodelitvi napačne ocene, s tem škodili ugledu agencije, posledično pa izgubili službo. Ko je leta 2007 zapustil Moody's, je strah pred izgubo službe ostal, ampak iz povsem drugih razlogov. Najhujši strah analitikov je bil namreč, da bi storili nekaj, kar bi ogrozilo tržni delež agencije, znižalo njene prihodke ali poslabšalo odnose agencije z njenimi strankami, katerim je bilo potrebno na vsak način ugoditi (Froeba, 2010).

2.1.2.1.3 Pomanjkljivi modeli, podatki in predpostavke

Različni opazovalci so se strinjali, da modeli agencij in razpoložljivi podatki preprosto niso bili dovolj dobri, da bi lahko agencije dodeljevale kakovostne ocene tem novim finančnim instrumentom, kot so recimo RMBS. Poleg tega kreditnega tveganja »bazenov« hipotekarnih posojil, ki so bili podlaga tem instrumentom, ni bilo mogoče poznati ob kreiranju oziroma izdaji instrumenta, ampak se je kreditna kvaliteta teh sredstev pokazala šele čez čas (Hunt, 2008, str. 48).

Pri ocenjevanju vrednostnih papirjev, baziranih na drugorazrednih hipotekarnih posojilih, so agencije uporabljale podatke iz obdobja hitro naraščajočih cen stanovanj, ko so bile sporne hipoteke potrjene in je premoženje gospodinjestev raslo. Bonitetne agencije so zato napačno sklepale, da splošna raven cen stanovanj ne bo upadla, čeprav se je stopnja neplačil hipotek povečevala. Uporabnost modelov in simulacij ocenjevanja zapletenih strukturiranih finančnih instrumentov, baziranih izključno na podlagi obdobja rasti, postane vprašljiva, ko trgi postanejo kaotični, ko se tveganje materializira in ko dejanske korelacije daleč presegajo parametre modelov. Bonitetne agencije so namreč podcenjevale povezavo

med hipotekami in predpostavljale, da so neplačila hipotek med seboj precej neodvisni dogodki. Na vrhu poslovnega cikla je to morda res, ampak v obdobju recesije se korelacije povečajo in neplačila hipotek postanejo med seboj zelo povezana. Vzorci podatkov, ki so se uporabljali za oceno strukturiranih vrednostnih papirjev, pa pogosto niso bili dovolj dolgi, da bi vključevali obdobje recesije, saj je šlo za razmeroma nove instrumente s kratko zgodovino (Danielsson, 2008; Portes, 2008; White, 2010, str. 212).

Poleg tega uporaba istih meril za ocenjevanje državnega tveganja, tveganja podjetniških obveznic in tveganja kompleksnih strukturiranih instrumentov ni primerna. Ko so cene stanovanj v sredini leta 2006 najprej prenehale rasti, nato pa začele upadati, so stopnje neplačil hipotek, ki so bile osnova za te vrednostne papirje, močno porasle in bonitetne ocene teh instrumentov so se izkazale za prekomerno optimistične, predvsem v primeru vrednostnih papirjev, ki so bili izdani in ocenjeni v obdobju 2005-2007, kot že kdaj v preteklosti pa so bile bonitetne agencije tudi tokrat počasne pri njihovem nižanju. Do 30.06.2009 je bilo sicer 90 % tranš vrednostnih papirjev, zavarovanih z dolžniškimi instrumenti (CDO), izdanih med letoma 2005 in 2007 ter prvotno ocenjenih z AAA po S&P, znižanih, od tega 80 % pod naložbeni razred (International Monetary Fund, 2009, str. 88, 93; Portes, 2008; White, 2010, str. 212, 221).

Naraščajoča sprejetost CDO struktur s strani vlagateljev je bila podprta s pripravljenostjo bonitetnih agencij za ocenjevanje teh sredstev. Za razliko od drugih sredstev, ki jih bonitetne agencije ocenjujejo, so ta sredstva v precejšnji meri podvržena tržnemu tveganju, za katerega pa bonitetne agencije ne trdijo, da ga lahko učinkovito vrednotijo. Ob spoznanju teh vprašanj je v maju 2005 nekdanji predsednik FED-a Greenspan opozoril, da profil kreditnega tveganja CDO tranš predstavlja izziv tudi najbolj prefinjenim udeležencem na trgu in opozoril vlagatelje, da naj se ne zanašajo zgolj na ocene kreditnega tveganja, podane s strani bonitetnih agencij (Mason & Rosner, 2007, str. 65).

2.1.2.1.4 Pomanjkanje skrbnosti

Agencije niso upoštevale opuščanja standardov in zmanjšane skrbnosti pri odobravanju posojil, katera so bila podlaga za te instrumente. Ker investicijske banke niso želele, da bi morebitne negativne informacije prišle do bonitetnih agencij, se je skrbnost preverjanja ključnih elementov v modelih vrednotenja bonitetnih agencij znižala (Organisation for Economic Co-operation and Development, 2010, str. 11). Keys, Mukherjee, Seru in Vig (2008) so preučili nabor podatkov o listinjenih drugorazrednih hipotekarnih posojilih in ugotovili, da so posojilodajalci/banke, ki so izvajale listinjenje, namenoma dajale slabša drugorazredna hipotekarna posojila, ki so imele bistveno višjo stopnjo tveganja, v portfelje listinjenja, dobre pa so zadržale v svojih bilancah. Ti rezultati kažejo, da je bilo listinjenje povezano tudi z namensko negativno selekcijo tveganja.

Bonitetne agencije so začele v letih pred krizo ocenjevati znatno večje število izdajateljcev in vedno kompleksnejše instrumente. Toda povprečni viri, porabljeni za bonitetno oceno, so se znižali, saj so nekatere od agencij nekoliko zanemarile posodobitev modelov, metodologij in zaposlitev dodatnega osebja, potrebnega za zagotavljanje kakovosti (Partnoy, 2009, str. 5). Kot je po izbruhu krize navajal SEC, je iz internih dopisovanj agencij izhajalo, da so se te zavedale, da so bile njihove bonitetne ocene teh kompleksnih instrumentov relativno nizke kvalitete. Poleg tega naj bi agencije ocene strukturiranih finančnih instrumentov izdajale tudi, ko so bila določena vprašanja, ki so se dotikala ocenjevanih izdaj, še nerešena (Hunt, 2008, str. 48).

2.1.2.2 Sodelovanje bonitetnih agencij in izdajateljcev pri strukturiranju teh instrumentov

Pri tradicionalnih instrumentih izdajatelj v času priprave izdaje težko bistveno spremeni svoje značilnosti tveganja ali značilnosti tveganja instrumenta, zato pri tovrstnih izdajah bonitetne agencije navadno pridejo v stik z ocenjevanimi instrumenti šele ob njihovi izdaji, ko so pogoji večinoma že precej dobro definirani, oziroma sodelovanje med izdajateljem in agencijo pred izdajo poteka v omejenem obsegu (Mason & Rosner, 2007, str. 13-16)

Na drugi strani pa so pri ocenah, povezanih s hipotekarnimi vrednostnimi papirji, bonitetne agencije zelo dejavno sodelovale že pri njihovem oblikovanju. Agencija je bila vključena že v zgodnji fazi strukturiranja posamezne izdaje, zato ocena ni bila naključen rezultat sodelovanja, ampak je bil namen sodelovanja doseči želeno oziroma čim ugodnejšo oceno. Z izdajatelji so se zato obširno posvetovale o tem, kako te instrumente strukturirati oziroma katere dejavnike je potrebno izpolniti za dosego ocene, ki so jo ti želeli (White, 2010, str. 220-221). Izdajatelji so zato dostikrat strukturo teh instrumentov, ob pomoči bonitetnih agencij, zastavili tako, da so ravno izpolnili kriterije za določen nivo bonitetne ocene, prav tako pa naj bi bonitetne agencije izdajateljem olajšale delo tudi s tem, da so jim dale na voljo uporabniške različice njihovih modelov, s čimer so lahko ti tudi sami preverjali, kakšne ocene bi dobile posamezne strukture instrumentov (Deb et al., 2011, str. 10). Pri strukturiranih finančnih instrumentih so bonitetne agencije tako igrale dvojno vlogo, in sicer so ocenjevale kreditno tveganje »bazenov« sredstev, na katerih so temeljili ti instrumenti, po drugi strani pa so sodelovale tudi pri strukturiranju teh instrumentov (Sy, 2009, str. 15). Dejansko je šlo za preoblikovanje finančnih instrumentov, ob katerem pa se niso spremenile njihove temeljne značilnosti tveganja, dobili pa so novo ime, s tem pa tudi boljše bonitetne ocene (Mason & Rosner, 2007, str. 13, 68).

Korist sodelovanja je bila obojestranska. Višje ocene so za izdajatelje pomenile večji nabor vlagateljev, kateri so bili zaradi ugodnih ocen pripravljeni sprejeti nižje donose. Zato ni presenetljivo, da so izdajatelji pritiskali na bonitetne agencije, da jim te zagotovijo ugodne ocene (White, 2010, str. 220-221), te pa so se bile pripravljene ukloniti, saj so bile za to dobro plačane, tako za izdajo ocene kot tudi za pomožne svetovalne storitve (Portes, 2008).

V preiskavi, ki jo je izvedel SEC v letu 2008, je bilo ugotovljeno, da so višji analitiki in nadzorniki sodelovali v razpravah o proviziji z izdajatelji in da so razpravljali tudi o bonitetnih odločitvah v kontekstu provizije (Freixas & Shapiro, 2009).

Bonitetne agencije so presojale, v kolikšni meri struktura teh instrumentov zagotavlja kreditno podporo, potrebno za to, da bi nadrejene tranše dobile oceno AAA, ki so jo izdajatelji želeli in potrebovali, da bi bil izdaja uspešna. Uspešnost izdaje je bila namreč odvisna od sposobnosti pridobitve AAA oziroma Aaa bonitetnih ocen na večjem delu teh vrednostnih papirjev (Sy, 2009, str. 15-16).

2.1.2.2.1 Rezi v bonitetne ocene (angl. *notching*)

Ob pojavu CDO v sredini 80-ih let prejšnjega stoletja so bonitetne agencije prvič postale uporabnice svojih lastnih ocen, saj so uporabljale objavljene ocene dolžniških instrumentov, ki so bili zajeti v »bazenu«, skupaj z njihovimi utežmi v strukturi, da so ocenjevale CDO, ki so temeljili na tem »bazenu« sredstev. To na začetku ni bilo preveč težavno, saj so bili takrat v CDO »bazenih« zajeti skoraj izključno standardni podjetniški dolgovi, v poznih 90-ih pa so CDO »bazeni« začeli vključevati veliko širšo paleto dolga iz različnih sektorjev (Mason & Rosner, 2007, str. 66).

Dogajalo se je, da so bila sredstva v »bazenu«, na katerem je temeljil določen instrument, ocenjena s strani druge agencije. V tem primeru so se bonitetne agencije občasno posluževale prakse, da so zagrozele z znižanjem bonitetnih ocen teh sredstev ali pa instrumenta sploh niso želele ocenjevati, v kolikor sredstva ali vsaj večina sredstev v »bazenu«, na katerem je temeljil ta instrument, ni bila ovrednotena s strani te agencije (Sy, 2009, str. 21). Recimo, da bi instrumente v prvem procesu listinjenja drugorazrednih hipotekarnih instrumentov ocenjeval Fitch in ne Moody's. Ko bi Moody's ocenjeval CDO, ki vključuje ta dolg, ocenjen s strani Fitcha, bi ponudil bodisi ponovno ocenjevanje osnovnih instrumentov ali znižanje (prilagoditev) ocen teh vrednostnih papirjev, ki so bili ocenjeni s strani agencije Fitch (Calomiris, 2008, str. 32). Nad to prakso se je v preteklosti pritožil Fitch, saj naj bi ga S&P in Moody's na ta način skušala izriniti iz trga ocenjevanja določenih strukturiranih finančnih instrumentov (Oblak, 2009, str. 79).

2.1.2.2.2 Nakupovanje najboljših bonitetnih ocen (angl. *ratings shopping*)

Na drugi strani so se izdajatelji pogosto posluževali prakse nakupovanja najboljših bonitetnih ocen in se v času priprave izdaje instrumentov pogovarjali in dogovarjali z več agencijami, na koncu pa izbrali samo tisto ali tiste, ki so bile pripravljene dodeliti najvišje ocene. Tovrstna praksa je bila mogoča, ker (Hunt, 2008, str. 51; Skreta & Veldkamp, 2009):

- je bilo na trgu dovolj medsebojno konkurenčnih si agencij (vsaj dve oziroma tri zaradi norme dveh bonitetnih ocen);
- v večini primerov izdajatelj odloči, katera ocena bo objavljena, in
- so agencije zaradi želje po čim večjih dobičkih pri taki praksi bile pripravljene sodelovati.

Skreta in Veldkamp (2009) sta sprožilec za nakupovanje najboljših bonitetnih ocen našla v povečanju kompleksnosti instrumentov. Za preprosta sredstva agencije večinoma izdajo zelo korelirane oziroma skoraj identične napovedi, izdajatelji pa nato navadno razkrijejo vse ocene, ker več informacij zmanjšuje negotovost vlagateljev in znižuje zahtevani donos. Pri kompleksnih sredstvih pa se ocene lahko razlikujejo, saj agencije v postopku ocenjevanja podajajo neke svoje sodbe, zaradi česar lahko pridejo do različnih zaključkov, kar pa ustvarja spodbudo za nakup najboljše ocene in odpira vrata za možnost konflikta interesov, kateri pri enostavnejših sredstvih ni obstajal oziroma ni bil tako izpostavljen.

Bolj kot se ocene razlikujejo, močnejša je spodbuda izdajateljev za selektivno razkrivanje oziroma nakupovanje najboljših bonitetnih ocen. Povezava med kompleksnostjo sredstev in nakupovanjem najboljših bonitetnih ocen deluje v obe smeri. Izdajatelj, ki kupuje oceno, bo morda želel izdati instrument s še bolj zapleteno strukturo, da bo dobil širši nabor ocen, med katerimi lahko izbira, s tem pa ta praksa postane še dragocenejša.

2.1.3 Vloga in motivi bonitetnih agencij pri strukturiranih finančnih instrumentih

Če povzamem, so bonitetne agencije delovale na področju (White, 2010, str. 221):

- s katerim v bistvu niso imele predhodnih izkušenj;
- kjer so tesno sodelovale pri samem oblikovanju vrednostnih papirjev in
- kjer so bile pod velikim finančnim pritiskom ugoditi izdajateljem.

Ob koncu leta 2000, ko je trg strukturiranih finančnih instrumentov, ki so temeljili na drugorazrednih hipotekarnih posojilih, začel svoj vzpon, so se izdajatelji tovrstnih instrumentov lahko obrnili le na tri agencije, in sicer Moody's, S&P in Fitch (White, 2010, str. 211). Pripravljenost za ocenjevanje teh instrumentov in ugodne ocene, dodeljene s strani teh treh bonitetnih agencij, so bile ključnega pomena za uspešno prodajo strukturiranih finančnih instrumentov (Hunt, 2008, str. 11), že od samega začetka je bil trg strukturiranih financ namreč tesno vezan na bonitetne ocene (Sy, 2009, str. 15). Pomanjkanje preglednosti, zgodovine in razpoložljivih podatkov, skupaj s kompleksnostjo brez primere, je namreč povečalo zanašanje na bonitetne agencije. Te so poudarjale, da je njihov namen konsistentnost bonitetnih ocen za različne vrste finančnih instrumentov. To pomeni, da naj bi določena bonitetna ocena (npr. AAA) za tradicionalno podjetniško obveznico pomenila približno isto kot istovrstna bonitetna ocena za strukturirani finančni

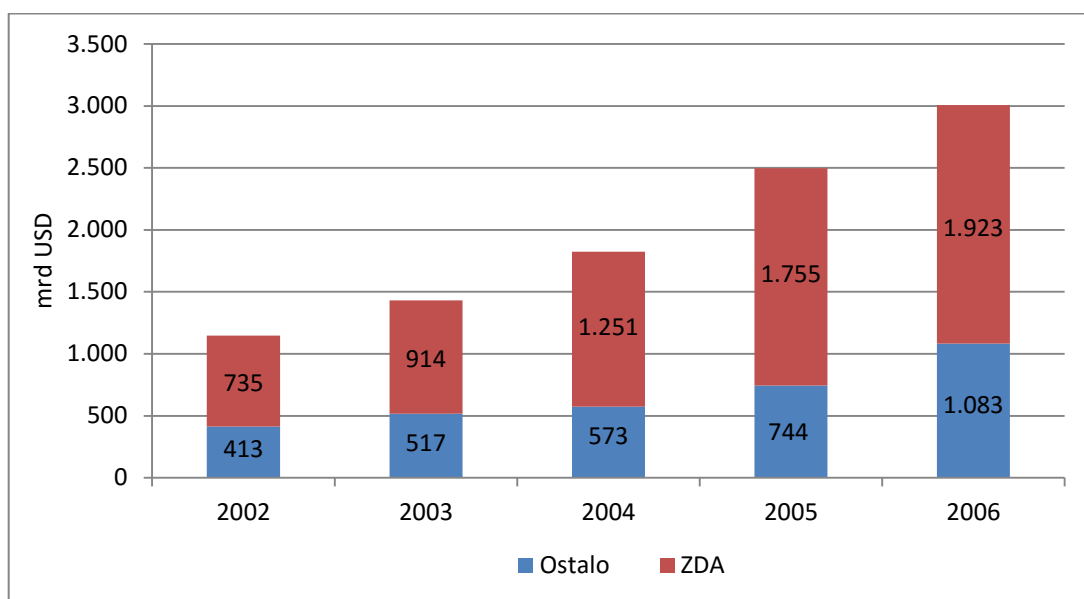
instrument. Preslikava tveganj strukturiranih finančnih instrumentov na tradicionalne skale bonitetnih ocen je bila ključna za rast trga strukturiranih finančnih instrumentov, posledično pa tudi za rast dobička bonitetnih agencij (Hunt, 2008, str. 16, 38-39).

Izdajatelji teh instrumentov so želeli, da so njihove strukturirane izdaje ocenjene na podlagi enakih lestvic, kot so veljale za »navadne« obveznice. Uporaba ene same, že uveljavljene in vlagateljem poznane, ocenjevalne lestvice je namreč vlagatelje lažje pritegnila k nakupu, še posebej tiste, katerih dovoljene naložbe so vključevale omejitve, ki so temeljile na bonitetnih ocenah. Uporaba enakih bonitetnih lestvic za strukturirane produkte pa je povzročila podcenjevanje sistemskega tveganja, saj imajo bonitetne ocene strukturiranih instrumentov drugačno dinamiko zniževanja od bonitetnih ocen podjetij ali državnih obveznic (Sy, 2009, str. 15, 18), kar se je izkazalo tudi v obravnavani krizi. Bonitetne ocene strukturiranih finančnih instrumentov so se namreč obnašale precej drugače od bonitetnih ocen drugih vrst instrumentov, saj so bili med strukturiranimi finančnimi instrumenti veliki rezi bonitetnih ocen precej pogostejši. To dejstvo pa je postavilo pod vprašaj uporabo istih skal za tradicionalne in strukturirane finančne instrumente. Izkazalo se je namreč, da bonitetne ocene različnih vrst finančnih instrumentov zahtevajo tudi različno tehnologijo in modele ter se zanašajo na drugačne empirične podatke, zato ni nujno povezave med uspešnostjo bonitetnih agencij v enem in uspešnostjo v drugem segmentu. Če npr. Moody's izdaja kvalitetne bonitetne ocene podjetniških obveznic, to še ne pomeni, da bodo posledično tudi bonitetne ocene strukturiranih finančnih instrumentov, izdane z njegove strani, kvalitetne (Hunt, 2008, str. 38-39, 45). Na ta dejstva so se, sicer precej pozno, odzvali tudi regulatorji, tako da so bonitetne ocene strukturiranih finančnih instrumentov sedaj dodatno označene.

Mason in Rosner (2007, str. 8) poudarjata, da so bonitetne agencije tako dolgo trdile, da imajo uporabljene bonitetne lestvice konsistenten pomen ne glede na instrumente in trge. V 21. stoletju, hkratno z rastjo prihodkov, povezanih z relativno novimi strukturiranimi finančnimi instrumenti, pa so agencije glede te teme postale previdnejše. Nadaljujeta, da je premik k ocenjevanju novih vrst instrumentov še okrepil tržno moč agencij oziroma, kot so nekateri radi dejali, njihov »partnerski monopol«. Ta se razlikuje od oligopola v tem, da si obe podjetji delita trg, pri čemer pa rast prihodkov enega podjetja ne zmanjšuje prihodkov drugega podjetja. Ker sta bili za izdajo obveznic običajno potrebni oceni dveh agencij, dobički agencije Moody's niso prišli na račun agencije S&P in obratno.

Uspešna prodaja vrednostnih papirjev, ki so temeljili na drugorazrednih stanovanjskih hipotekah in drugih dolžniških instrumentih, je bila odvisna predvsem od prvotnih ocen, ki so jih tem instrumentom dodelile agencije (White & Richardson, 2009). Slika 3 prikazuje visoko rast izdaj strukturiranih finančnih instrumentov v letih pred finančno krizo, ta rast pa je postala tudi velika priložnost za rast bonitetne industrije (Mason & Rosner, 2007, str. 9), kar bo vidno na primeru agencije Moody's, ki bo predstavljen v naslednji točki.

Slika 3: Rast izdaj strukturiranih finančnih instrumentov v obdobju pred krizo



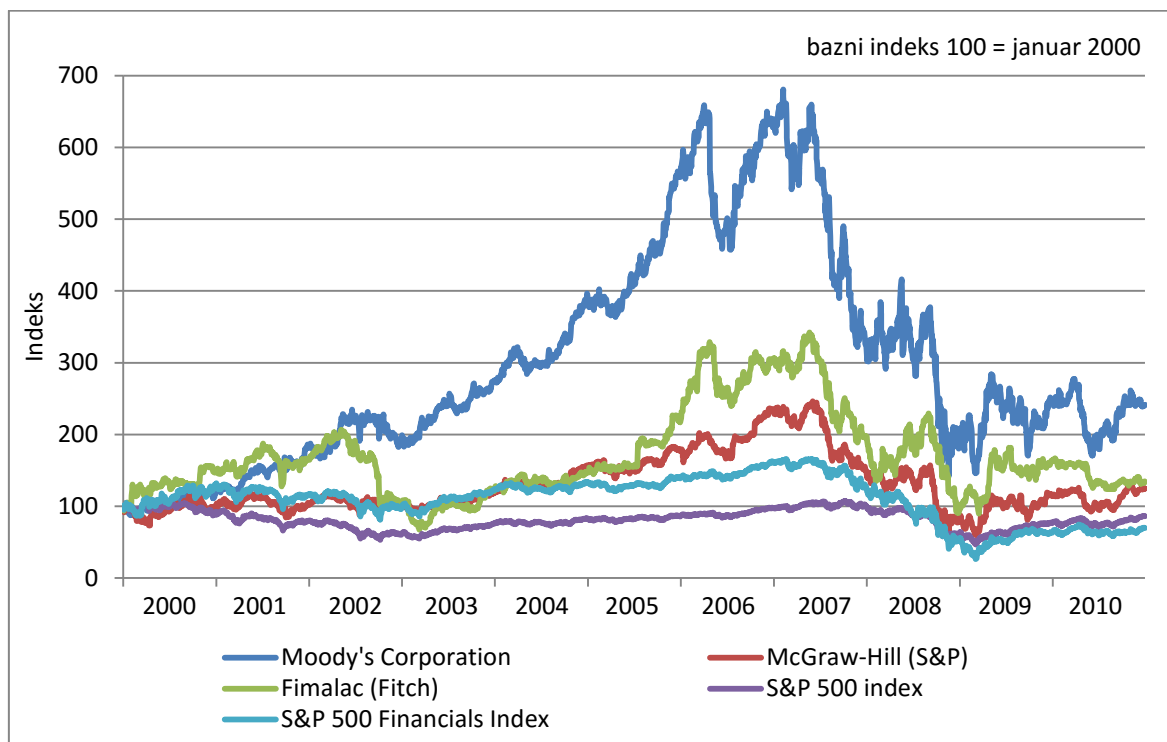
Vir: J.R. Mason & J. Rosner, *Where Did the Risk Go? How Misapplied Bond Rating Cause Mortgage Backed Securities and Collateralized Debt Obligation Market Disruptions*, 2007, str. 9.

Izdaja drugorazrednih hipotekarnih instrumentov se je od leta 1996 do 2006 povečala desetkrat. Dobički iz naslova vrednotenja teh novih instrumentov so bili dovolj visoki, da so bile agencije v zameno za del tega »kolača« pripravljene tvegati tudi ugled, ki so si ga prej zgradile pri vrednotenju tradicionalnih instrumentov (Freixas & Shapiro, 2009). Skrb za zaščito ugleda je očitno na segmentu tradicionalnih produktov imela nek učinek, saj študije kažejo, da so bonitetne agencije v 20. stoletju primerjalno glede na regulatorne in tržne indikatorje razmeroma dobro opravile svoje delo pri napovedovanju verjetnosti neplačila podjetniških obveznic, kar pa ne pomeni, da se napihovanje ocen ni dogajalo (Goodhart, 2008). Čeprav je bilo prehodov med ocenami podjetniških obveznic v obdobju krize več, za bonitetne agencije vseeno velja prepričanje, da v splošnem opravljajo razmeroma dobro delo na tem segmentu trga, kar pa ne velja za trg strukturiranih financ (Deb et al., 2011, str. 9). Gortonovo (2008) raziskovanje inženiringa strukturiranih instrumentov kaže na kompleksnost teh instrumentov in težave pri identificiranju njihovih osnovnih denarnih tokov, zaradi česar so bili modeli agencij manj zanesljivi. Da bi bile stvari še slabše, so bile agencije odvisne od izdajateljeve skrbnosti dokumentiranja pričakovanih denarnih tokov.

2.1.4 Vpliv razmaha strukturiranih finančnih instrumentov na poslovanje agencij

Vse večja dobičkonosnost bonitetnih agencij v obdobju 2002-2007 se je, kar kaže Slika 4, odražala tudi na cenah njihov delnic, ki so v tem obdobju silovito rasle in bistveno prekašale gibanje cen delnic drugih finančnih družb in tudi trga na splošno.

Slika 4: Gibanje cen delnic glavnih treh bonitetnih agencij oziroma njihovih nadrejenih družb in primerjava s tržnima indeksoma



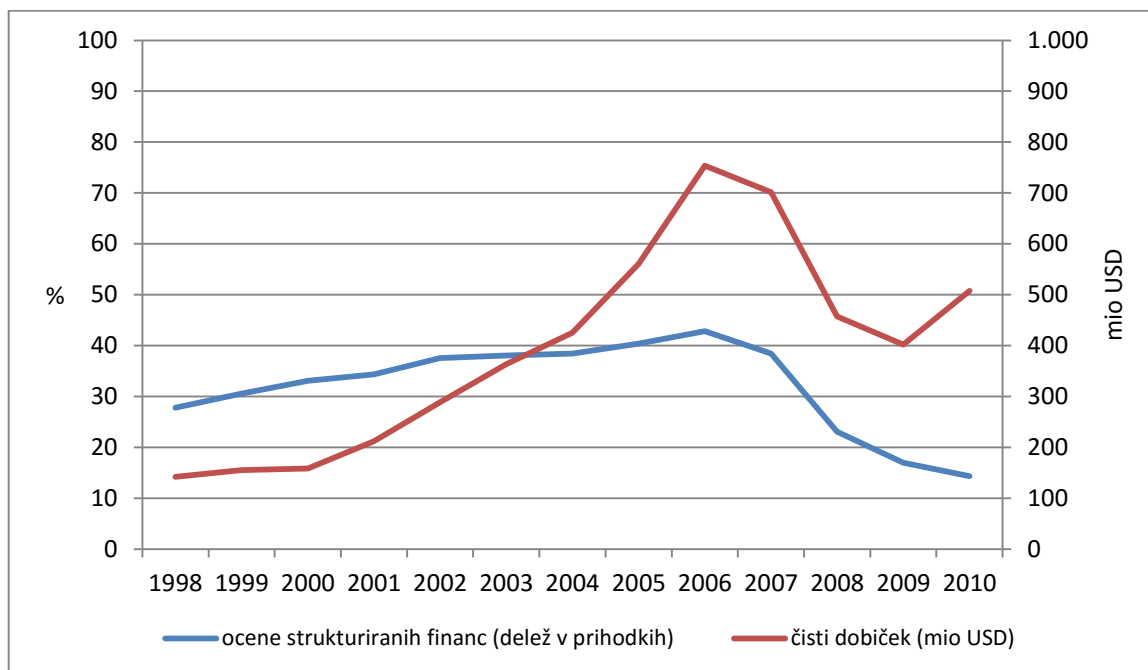
Vir: FIM FP Equity, 2016; MCO US Equity, 2016; S5FINL INDEX, 2016; SPGI US Equity, 2016; SPX INDEX, 2016.

Rast v letih do 2007 je bila zelo povezana s hitrim širjenjem trga strukturiranih instrumentov, ob vzponu katerega so bonitetne agencije mastno zaslužile. V letu 2007 pa je nato sledil padec, ki je sovpadal z zaskrbljenostjo nad izkazano slabostjo teh ocen in upadom pri izdajah strukturiranih finančnih instrumentov (Deb et al., 2011, str. 8).

Zaradi omejitev pri pridobivanju podatkov bom vpliv razmaha strukturiranih finančnih instrumentov na dobičkonosnost bonitetnih agencij analiziral na primeru podjetja Moody's Corporation, katerega del je bonitetna agencija Moody's, pri čemer sem uporabil podatke iz letnih poročil.

Kot lahko vidimo iz Slike 5 je strma rast cene delnice korporacije Moody's v obdobju do leta 2007 povezana z rastjo njenega čistega dobička (angl. *net income*), ta pa je v tem obdobju rasel predvsem na račun konstantne rasti prihodkov iz naslova bonitetnih ocen strukturiranih finančnih instrumentov. V letu 1998 so bili prihodki iz naslova ocen strukturiranih finančnih instrumentov še enaki prihodkom iz naslova podjetniških financ, nato pa se je začel razcvet in strma rast strukturiranih financ, ki so za desetletje prevzele primat v prihodkih.

Slika 5: Gibanje čistega dobička in deleža prihodkov iz naslova bonitetnih ocen strukturiranih financ v celotnih prihodkih podjetja Moody's Corporation



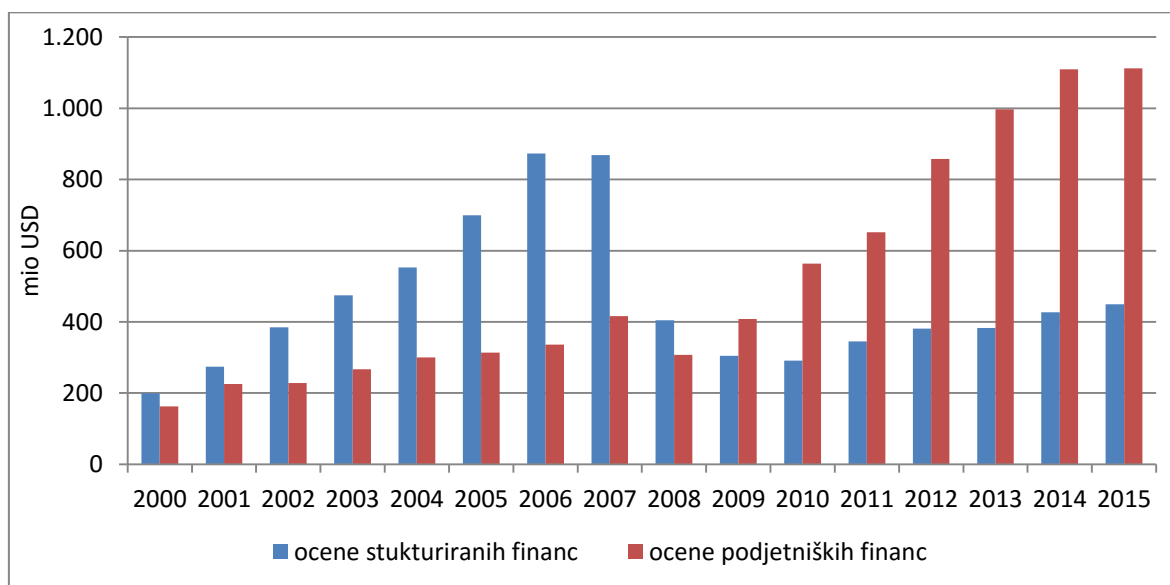
Vir: Moody's Corporation, Annual report 2000-2010.

Od leta 1998 do 2006 je delež prihodkov iz naslova ocen strukturiranih finančnih instrumentov v celotnih prihodkih korporacije Moody's zrasel iz 28 % na 43 %, v absolutnem merilu pa je to pomenilo 6-kratno povečanje (iz približno 140 mio USD na približno 870 mio USD), več kot 5-kratno pa se je v tem obdobju povečal tudi čisti dobiček. V letu 2007, ko so se že začele kazati določene težave, povezane s temi instrumenti, se je rast prihodkov iz tega naslova ustavila, posledično pa je njihov delež v celoti upadel na 38 %, dobiček pa se je znižal za 7 %. V letu 2008 so se prihodki iz naslova ocen strukturiranih finančnih instrumentov več kot prepolovili, v 2009 pa upadli za nadaljnjih 25 %, dobiček je v enakem obdobju upadel najprej za dobro tretjino, v letu 2009 pa še za dobrih 10 %. V letu 2010 so prihodki iz naslova ocen strukturiranih finančnih instrumentov spet upadli, tokrat malenkostno, medtem ko je dobiček zrasel za dobro četrtino. Eden od razlogov je bila precejšnja rast na segmentu podjetniških financ.

Kot je razvidno iz letnih poročil korporacije Moody's je kriza le kratkoročno, v letih 2008 in 2009, prizadela dobičkonosnost omenjene družbe, od leta 2010 dalje pa čisti dobiček zopet strmo raste in je v letu 2013 že presegel nivo pred krizo. Od leta 2009 do 2013 je namreč korporacija Moody's čisti dobiček kar podvojila, v letu 2014 pa je ta dosegel že približno 1 milijardo USD (Moody's Corporation, 2008-2014). Dobički strmo naraščajo, kljub porajajočih se vprašanjih o kvaliteti njihovih ocen.

Slika 6 kaže zanimivo gibanje, saj so bile v predkriznih časih gonilo rasti ocene strukturiranih financ, po izbruhu krize pa so se vloge spremenile in so štafetno palico prevzele podjetniške finance, vseeno pa od leta 2011 segment ocen strukturiranih financ ponovno raste, vendar v precej zmernejšem tempu kot pred krizo.

Slika 6: Gibanje prihodkov iz naslova bonitetnih ocen strukturiranih financ in prihodkov iz naslova ocen podjetniških financ podjetja Moody's Corporation



Vir: Moody's Corporation, Annual report 2000-2015.

2.1.5 Ravnanje bonitetnih agencij po izbruhu globalne finančne krize

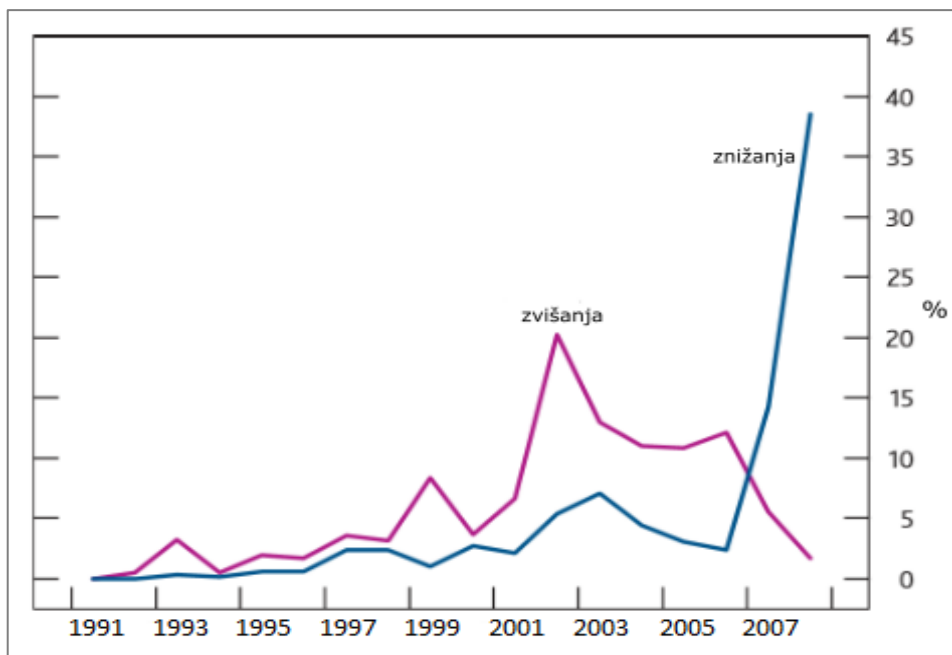
Ko so cene stanovanj prenehale rasti in začele celo upadati, so se te začetne ocene izkazale za pretirano optimistične, zlasti za hipoteke, nastale v letih 2005 in 2006. Sledil je zlom hipotekarnih obveznic, ki je s sabo potegnil še preostali del ameriškega finančnega sektorja (White & Richardson, 2009). Bonitetne agencije in izdajatelji so namreč strukturo financiranja drugorazrednih MBS zasnovali na podlagi nerealno nizkih predpostavk glede verjetnosti neplačil in izgub v primeru neplačil za »bazene« teh sredstev. Teh kljub visoki rasti drugorazrednih hipotekarnih posojil in sprememb v populaciji originatorjev ter posojilojemalcev, ki bi morale biti razlog za zaskrbljenost, niso pravočasno popravile navzgor. Bonitetne agencije so zelo optimistične predpostavke glede trga držale do sredine leta 2007, še dolgo po tem, ko so se že pojavili jasni znaki resnih težav. Predpostavke glede pričakovanih izgub so bile nerazumno nizke, s tem pa ključne za rast drugorazrednih MBS v letih pred krizo (Calomiris, 2008, str. 20-21).

Bonitetne agencije lahko povečajo sistemsko tveganje z nepričakovanimi in nenadnimi znižanji bonitetnih ocen. Takšne reakcije lahko privedejo do velikih tržnih izgub, zasilnih prodaj, skrčene likvidnosti in imajo rušilni učinek na številne tržne udeležence. Sistemsko

tveganje bonitetnih agencij, povezano s trgom strukturiranih instrumentov, je večje kot na trgih podjetniških in državnih obveznic, kar se je izkazalo v zadnji krizi, ko so neplačila drugorazrednih posojil pripeljala do nenadnih in nepričakovanih znižanj ocen številnih vrednostnih papirjev, izdajateljev in zavarovateljev obveznic (Sy, 2009, str. 3, 28).

Ta znižanja so posledično privedla do večjih izgub za vlagatelje, vključno z zunajbilančnimi subjekti bank. Posledica so bile večje potrebe po financiranju bank, ki so sponzorirale te zunajbilančne subjekte in tudi večja unovčevanja zavarovanj pri zavarovateljih na trgu kreditnih zamenjav, kot je bil npr. AIG. Dodaten problem s padci bonitetnih ocen je v tem, da lahko ti delujejo prociklično, saj lahko prva znižanja ocen vodijo še do nadaljnjih znižanj (Sy, 2009). Poleg tega na trgu obstaja asimetrija, saj je pozitiven učinek, ko gre za zvišanja bonitetnih ocen, veliko manjši v primerjavi z negativnimi učinki ob znižanju ocene (Organisation for Economic Co-operation and Development, 2010, str. 15). Problem pa ni povsem v ocenah samih, ampak tudi v pretiranem zanašanju nanje, te ocene je namreč treba obravnavati kot eno izmed orodij za merjenje kreditnega tveganja in ne kot edino in prevladujoče merilo (Kiff, 2010a, str. 8). Slika 7 kaže, da je v letu 2009 Fitch znižal skoraj 40 % vseh izdanih ocen strukturiranih finančnih instrumentov. Podatki, zajeti v Sliki 7, primerjajo bonitetne ocene na začetku leta z bonitetnimi ocenami ob koncu leta in ne upoštevajo večjih sprememb bonitetne ocene znotraj leta (Deb et al., 2011, str. 9).

Slika 7: Delež zvišanj in znižanj bonitetnih ocen strukturiranih finančnih instrumentov s strani agencije Fitch v obdobju do leta 2009



Vir: P. Deb, M. Manning, G. Murphy, A. Penalver & A. Toth, *Whither the credit ratings industry?*, 2011, str.

Med letoma 1984 in 2006 je skoraj 99 % strukturiranih finančnih izdaj z bonitetno oceno Aaa s strani agencije Moody's ohranilo to oceno, med izdajami z oceno pod Aaa pa jih je okoli 90 % ohranilo svojo oceno. V času krize se je število sprememb ocen povečalo, saj je le 62 % strukturiranih izdaj z oceno Aaa ohranilo najvišjo oceno med septembrom 2008 in avgustom 2009. Podoben trend je opaziti tudi pri ocenah agencij S&P in Fitch. Kot že v azijski krizi, katera je sicer podrobneje obravnavana v prilogi, so bile bonitetne agencije tudi tokrat obtožene, da so njihove bonitetne ocene sprva zaostajale za tržnimi indikatorji, nato pa so bile preveč agresivno znižane (Deb et al., 2011, str. 9).

V splošnem so višje bonitetne ocene bolj stabilne od nižjih in pogosteje ostanejo nespremenjene. Toda to se ni zgodilo v času svetovne krize, ko je prišlo do večjih rezov med višje ocenjenimi državami kot pa med državami z nižjo bonitetno oceno (Kiff et al., 2012, str. 5). Več o tem pa v naslednji točki.

2.2 Ozadje in izbruh dolžniške ter finančne krize v Evropi

Leta 2009 se je središče finančne krize preselilo iz ZDA v Evropsko unijo (v nadaljevanju EU). Evroobmočje je bilo ranljivo, saj je sestavljeno iz držav, katerih gospodarstva imajo različno odpornost na recesijo in na splošen upad gospodarske aktivnosti. Zaradi neobstoja lastne monetarne politike in suverenosti je fiskalna politika postala najbolj pomembno orodje pri vodenju ekonomske politike države. V obdobju stabilnosti svetovnega gospodarstva, v začetku 21. stoletja, so nekatere države članice območja evra zato vodile ekspanzivno fiskalno politiko, tudi po zaslugi ugodnih bonitetnih ocen. Javni dolg Grčije se je npr. od leta 2001 do 2009 povečal iz dobrih 100 % na skoraj 130 % BDP, povprečni proračunski primanjkljaj v tem obdobju pa je znašal 7,3 % BDP. Podobno se je dogajalo tudi na Portugalskem, v Italiji in na Irskem. Portugalski javni dolg je v tem obdobju narasel iz dobrih 50 % na 83 %, v Italiji iz 108 % na dobrih 115 %, na Irskem pa iz 35 % na 65 %. Ob tem je nezadostna gospodarska rast, ki je bila več let pod pritiskom naraščajočega javnega dolga in brezposelnosti, ki je vplivala na znižanje davčnih prihodkov in povečanje stroškov zaradi rasti socialnih prejemkov, ovirala možnost poplavlja javnih dolgov, ki so se nabrali v letih ekspanzije. Na podlagi Pakta za stabilnost in rast proračunski primanjkljaj ne bi smel presegati 3 %, javni dolg pa ne 60 % BDP (Cvečić et al., 2012, str. 648).

2.2.1 Vloga bonitetnih agencij pri izbruhu evropske dolžniške krize

Grčija, center evropske dolžniške krize, je imela eno od najnižjih ocen med članicami Evropske monetarne unije (v nadaljevanju EMU), ko se je pridružila valutni uniji leta 2001, med januarjem 1998 in decembrom 2008 pa je zabeležila največ zvišanj ocen, kar odraža takrat splošno sprejeto prepričanje o konvergenčni poti države, ki pa je bila leta 2012 na koncu prva država v EMU, ki ni bila sposobna sama odplačati svojih obveznosti. Maja 2000 je bilo razglašeno, da Grčija izpolnjuje potrebne pogoje za uvedbo evra, čeprav

je razmerje med javnim dolgom in BDP-jem preseglo 100 %. Tri največje bonitetne agencije so že predvidevale vstop Grčije v evroobmočje in tako zvišale njeno oceno v letih 1998 in 1999. Nato je prišlo še do dodatnih zvišanj, ki so bila predvsem posledica preoptimističnega splošnega prepričanja o trajnostni konvergenzi grškega gospodarstva v smeri najvišje ocenjenih držav EMU, beseda »konvergenca« je v tistih letih namreč postala modna muha v publikacijah bonitetnih agencij (Gaillard, 2014, str. 126).

Od leta 2001 do 2011 so bonitetne agencije v državah EU igrale dvojno vlogo. Do leta 2009 njihove ocene kreditnega tveganja niso kazale znakov za nastanek epicentra finančne krize v Grčiji in drugod po EU. Fitch je npr. oceno Španije v obdobju od leta 2003 do maja 2010 držal na AAA, čeprav je takrat Španija že več let imela težave z visoko stopnjo brezposelnosti, nestabilno fiskalno politiko in nizko gospodarsko rastjo. V teoriji je bilo tveganje neplačila za Španijo tako enako tistemu za Nemčijo, gospodarsko najbolj razvito članico EU in eno od najpomembnejših svetovnih gospodarstev (Cvečić et al., 2012, str. 649, 655). Agencija S&P je v obdobju 2004-2006 sicer znižala bonitetne ocene Italije, Grčije in Portugalske (pri slednjih dveh je šlo le za enostopenjsko, v primeru Italije pa za dvostopenjsko znižanje). Ob znižanju ocene Portugalske leta 2005 je bonitetna agencija S&P npr. navedla, da revidirana ocena odraža izrazito poslabšanje na javnofinančnem področju in povečano zahtevnost okolja zaradi izkazane šibkosti gospodarstva in potrebe po fiskalni reformi (Gaillard, 2014, str. 127), kar nakazuje na dejstvo, da je agencija S&P morda zaznala nastajajoče težave v evroobmočju, a če to drži, je bila njena reakcija premila. Na drugi strani Fitch ocene Portugalske v tem obdobju ni spremenil, je pa za eno stopnjo znižal ocene Grčije in Italije, medtem ko Moody's v obravnavanem obdobju ni napravil nobenega znižanja ocen držav, katere so bile kasneje v krizi najbolj izpostavljene.

Agencije v tem obdobju pri ocenjevanju držav niso upoštevale dejstva, da so kljub strukturnim razlikam gospodarstva držav članic EU in zlasti evrskih držav močno gospodarsko povezana, zaradi česar obstaja možnost prelivanja krize iz ene države tudi v druge dele evroobmočja. Do leta 2009, v svojih poročilih in objavljenih ocenah, bonitetne agencije prav tako niso upoštevale stanja grških javnih financ in to kljub temu, da je Grčija leta 2004 priznala prirejanje makroekonomskih podatkov predvsem z namenom vstopa v evroobmočje. Kmalu po popravku grškega proračunskega primanjkljaja za leto 2003 z 1,7 % na 4,6 % BDP ter javnega dolga s 102,4 % na 109,9 % BDP, sta S&P in Fitch v novembru oziroma decembru 2004 simbolično znižala bonitetno oceno Grčije za eno stopnjo (iz A+ na A), medtem ko je Moody's pustil oceno nespremenjeno, leta 2007 pa je obete za Grčijo celo spremenil v pozitivne. Ta blaga reakcija bonitetnih agencij je še toliko bolj zaskrbljujoča, ker so revidirani odstotki domnevno konvergenco grškega gospodarstva postavili pod resen vprašaj (Gaillard, 2014, str. 127). Pasivnost agencij je verjetno izhajala iz pozitivnega vzdušja na trgu in iz dejstva, da so v primeru držav EU dale preveč teže na subjektivne ocene tveganja, v katerih so podcenjevale makroekonomske kazalnike, še zlasti po letu 2007 in na začetku finančne krize v ZDA. Po vladnih podatkih je od leta 2005

do leta 2010 Grčija agenciji Moody's plačala med 330.000 in 540.000 USD, podobni zneski pa so bili plačani tudi drugima dvema agencijama (Cvečić et al., 2012, str. 649, 651), kar je morda prav tako prispevalo k njihovi prizanesljivosti.

Propad investicijske banke Lehman Brothers septembra 2008 je sprožil hudo finančno in gospodarsko krizo. Če so bile agencije predhodno pasivne, pa so po letu 2009 agresivno znižale ocene tistih držav, ki jih je finančna kriza prizadela, kljub ukrepom s strani EU, Evropskega sveta in ECB v smeri preprečevanja širjenja krize in ohranitve evrskega območja ter vseh njenih držav članic. Znaki grških finančnih težav so se pojavili v januarju 2009, ko je agencija S&P znižala bonitetno oceno iz A na A-, medtem ko je Moody's konec februarja 2009 obete spremenil iz pozitivnih v stabilne, Fitch pa maja 2009 iz stabilnih v negativne. Dodatna znižanja so sledila konec leta 2009. Junija 2010, ne dolgo po odločitvi Evropskega sveta za paket pomoči v vrednosti 110 milijard evrov, je Moody's znižal bonitetno oceno Grčije za štiri stopnje (iz A3 na Ba1), s čimer so državne obveznice padle izven naložbenega razreda. S&P je znižal bonitetno oceno v špekulativni razred že nekoliko pred tem (aprila 2010), medtem ko je Fitch to storil šele januarja 2011. Junija in julija 2011 je sledil podoben scenarij kot približno leto poprej. Moody's je v začetku junija znižal bonitetno oceno Grčije za tri stopnje (na Caa1), konec julija 2011, le nekaj dni po tem, ko je bil dogovorjen drugi paket pomoči Grčiji, pa je sledilo znižanje za še dodatne tri stopnje na Ca (drugo najnižjo stopnjo) (Cvečić et al., 2012, str. 649-650).

Nezaupanje vlagateljev se je razširilo tudi na druge obrobne države, ki so utrpale več občutnih znižanj bonitetne ocene. Agencija S&P se je odzvala tudi z znižanjem ocene Španije in Portugalske za eno stopnjo v januarju 2009, ob tem pa navedla dvome glede vzdržnosti portugalskega javnega dolga ter precejšnje izzive, s katerimi se bo srednjeročno soočala Španija, da bo izboljšala fleksibilnost gospodarstva in omejila slabšanje javnih financ. Nekaj mesecev kasneje je agencija S&P znižala še oceno Irske, in sicer dvakrat, saj je izrazila zaskrbljenost zaradi stroškov, potrebnih za podporo irskemu bančnemu sistemu (Gaillard, 2014, str. 127-128).

Pod udarom se je z manjšim zamikom sicer znašla tudi Slovenija, najprej preko sprememb obetov bonitetnih ocen, in sicer je konec marca 2009 Moody's pozitivne obete spremenil v stabilne (ocena Aa2 je ostala nespremenjena), S&P pa je konec decembra 2010 za Slovenijo podal negativne obete (ocena AA je ostala nespremenjena). Septembra oziroma oktobra 2011 so sledila znižanja za eno stopnjo s strani vseh treh glavnih bonitetnih agencij, Moody's pa je oceno ponovno znižal že decembra istega leta. Znižanja so se nadaljevala tudi v letih 2012 ter 2013 in doživela vrhunec konec aprila 2013, ko je agencija Moody's oceno Slovenije znižala za eno stopnjo pod naložbeni razred, medtem ko se preostali dve agenciji nista poslužili tako drastičnih rezov v bonitetno oceno Slovenije.

Dolžniška kriza evroobmočja je imela več pomembnih značilnosti, in sicer je zadela celino z najvišjim BDP na prebivalca na svetu, pokazala je na pomanjkanje upravljanja v EMU in poudarila gospodarske razlike držav članic. Drugotna posledica te krize je bilo poslabšanje ugleda bonitetnih agencij in porajanje vprašanj o njihovi vlogi na finančnih trgih. Agencije so bile, zaradi znižanj v obdobju visoke nenaklonjenosti tveganju, s strani politikov okrivljene za zaostrovanje krize v evroobmočju. Takšne obtožbe so lahko, kot bo vidno v nadaljevanju naloge, tudi stvar debate, saj so se znižanja večinoma že napovedovala preko povečanja razponov 10-letnih zamenjav državnega kreditnega tveganja (Gaillard, 2014, str. 128-129).

2.2.1.1 Prednosti in tveganja, povezana z vstopom v EMU

V poročilu, izdanem februarja 1997, je Moody's ocenjeval posledice članstva v evroobmočju. Na eni strani je navajal prednosti v tem, da ne bo več tveganja prenosa v tujo valuto, članice EMU pa bodo pridobile širši dostop do kapitala. Po drugi strani pa bodo države članice izgubile svojo monetarno suverenost in zelo zadolžene države bi lahko bile bolj ranljive, če bi nenadoma prišlo do relativno visoke nenaklonjenosti tveganju. Kljub temu, da so bile te napovedi v veliki meri pravilne, pa so Moody's in njegovi konkurenti desetletje kasneje očitno pozabili nanje (Gaillard, 2014, str. 134).

Gaillard poudarja (2014, str. 134-135), da je bila z vstopom v EMU monetarna suverenost držav članic nepovratno izgubljena. Če bi te ohranile monetarno suverenost, bi zaradi tradicionalno tesnega odnosa med oblikovalci politik in centralnimi bankirji, države zagotovo imele nekaj več manevrskega prostora v kriznih časih. Ko je bila ustanovljena ECB, ni bilo več mogoče, da država financira svoj fiskalni primanjkljaj ali oblikuje bolj prilagodljivo monetarno politiko. ECB je bila pooblaščenca za boj proti inflaciji in ni bila niti centralna banka Grčije niti Portugalske niti katerekoli druge od teh držav. Članstvo v evroobmočju je odpravilo tveganje deviznega tečaja, bonitetnim agencijam pa ni uspelo predvideti posledičnega povečanja tveganja neplačila, saj članice EMU niso več mogle uporabiti menjalnega tečaja kot sredstva za reševanje zunanjih neravnovesij in ohranjanje konkurenčnosti. Ekonomska konvergenca Grčije v 90-ih letih je bila npr. poganjana z depreciacijo drahme. Tveganje neplačila je bila glavna grožnja Grčiji in drugim perifernim gospodarstvom evroobmočja, ker je 125. člen pogodbe o delovanju EU preprečeval reševanje finančnih težav držav članic.

Nadaljuje, da bi zaradi navedenih omejitev bonitetne agencije morale nameniti veliko večji poudarek na fiskalne in dolžniške indikatorje. Do leta 2008 so imele agencije več priložnosti za znižanje ne le perifernih, ampak tudi temeljnih držav evroobmočja. Francija, Nemčija, Grčija, Portugalska in Italija so vse kršile 3 % prag za fiskalni deficit. Franciji in Grčiji v obdobju 2003-2007 ni uspelo doseči primarnega javnofinančnega presežka, kljub solidni rasti BDP, premilo pa so se agencije odzvale tudi na revidirane grške podatke.

2.2.1.2 Politike delovanja agencij v obdobju pred in ob izbruhu krize

Gaillard (2014, str. 132) ocenjuje, da je bila politika agencije Moody's glede območja evra bolj v skladu z zakonskimi potrebami ECB, medtem ko se zdi, da je S&P večjo pozornost namenil skrbi vlagateljev. Nadaljuje, da je (nameren ali nenameren) poudarek agencije Moody's na stabilnosti ocen bil razviden ob nastajanju grške dolžniške krize. Fitch in S&P sta znižala oceno Grčije že trikrat, preden jo je Moody's 22.12.2009 znižal za eno stopnjo, ob pomirjujočih komentarjih. Šlo je za prvo znižanje te agencije, odkar je Grčija vstopila v evroobmočje. Agencija je potrdila svoje prepričanje, da je zelo malo verjetno, da se bo Grčija soočila s težavami kratkoročne likvidnosti/refinanciranja, razen če se ECB odloči za ukrep, da državnega dolga Grčije ne sprejema več v zavarovanje za bančne operacije, uresničitev tega tveganja pa se je agenciji Moody's zdela malo verjetna.

29.04.2010 se je Moody's odločil, da odloži pregled A3 ocene Grčije, dokler ne bodo predstavljene podrobnosti sanacijskega programa EMU/MDS. Obstajalo je namreč tveganje, da bo ECB prenehala sprejemati grške državne obveznice in zapise kot zavarovanje. V tistem času je bil za sprejem v zavarovanje s strani ECB minimalni bonitetni prag BBB-/Baa3. S&P je znižal Grčijo v špekulativni razred le 2 dni prej, medtem ko je bila bonitetna ocena agencije Fitch na spodnji meji naložbenega razreda (BBB-). Relativno velikodušna ocena agencije Moody's je verjetno prispevala k temu, da se je kratkoročno ohranila sprejemljivost grških vrednostnih papirjev za operacije ECB, saj je ta 03.05.2010 napovedala, da bo sprejela grške državne obveznice kot zavarovanje ne glede na njihovo bonitetno oceno. Precenjenost grških državnih obveznic s strani agencije Moody's je gotovo pomagala preprečiti množične prodaje le-teh. Po drugi strani pa ta dogodek kaže, kako lahko povečana uporaba bonitetnih ocen s strani regulatorjev in centralnih bank preoblikuje agencijo v neke vrste pomočnika regulatorja. Regulatorno zanašanje na bonitetne ocene je namreč privedlo do togosti zniževanja ocen držav evroobmočja do pomladi 2010. Močna znižanja, ki so sledila, so še multiplicirala dolžniško krizo, vendar so pravzaprav simptomi dveh drugih slabosti. Nerazumevanja temeljne narave EMU s strani agencij in njihove nezmožnosti, da posodobijo svoje metodologije ocenjevanja (Gaillard, 2014, str. 132-134), katere so predvidevale, da so neplačila obveznosti v razvitih gospodarstvih zelo malo verjetna (Gaillard, 2012, str. 183).

Gaillard (2014, str. 133-134) nadaljuje, da se je politika agencije S&P za evrsko območje precej razlikovala od tiste, vodene s strani agencije Moody's. Bonitetne ocene držav agencije S&P so tradicionalno bolj povezane s tržnimi kazalniki in bolj odzivne na makroekonomske ter politične novice, vendar se avtor sprašuje, če ni bil tudi S&P pod vplivom skušnjave napihovanja ocen. S&P je bila prva agencija, ki je leta 2009 posvarila pred naraščajočo nevarnostjo dolžniške krize v EMU, je pa bilo v tem obdobju opaziti neskladje med komentarji in izdanimi ocenami agencije S&P. Komentarji o Portugalski in Španiji iz leta 2009 ter o Grčiji iz leta 2010 so bili nenavadno zaskrbljujoči glede na

njihove relativno visoke ocene. Omenjene države so imele najšibkejše javne finance in najnižje obete za rast, vendar so bile vseeno uvrščene na zgornjem delu bonitetne lestvice. S&P je morda s tem želel vlagateljem nakazati, da lahko sledijo nadaljnja znižanja bonitetnih ocen, strah pred povzročitvijo panike na trgih državnih obveznic pa je bil morda glavni razlog za takšno politiko delovanja. Ko se je kriza v aprilu 2010 poglobila, je S&P prilagodil svoje ocene in s tem postal bolj usklajen s stališči vlagateljev.

Dodaja, da pregled ocen, ki so jih tri bonitetne agencije dodelile šestim perifernim državam evroobmočja (Cipru, Grčiji, Irski, Italiji, Portugalski in Španiji) v obdobju od 01.01.2009 do 01.01.2014, kaže, da je bila ocena Fitcha nižja tako od ocene agencije Moody's kot S&P le v 4,3 % primerov. Težnja agencije Fitch za izdajo višjih bonitetnih ocen nima nobene jasne povezave z uporabo bonitetnih ocen v regulativnih pravilih, morda pa odraža njeno globalno strategijo za povečanje tržnega deleža z ohlapnejšo bonitetno politiko.

Bonitetne agencije pri ocenjevanju kreditne sposobnosti niso namenile dovolj pozornosti velikosti in strukturi celotnega bančnega sistema neke države. Osredotočiti bi se morale zlasti na verjetnost, da bodo banke potrebovale državno pomoč zaradi izpostavljenosti do slabih posojil in obveznic, kar bi verjetno odvrnilo agencije od dodeljevanja tako visokih ocen, npr. Cipru in Irski. S tega vidika se zdi, da se bonitetne agencije niso dovolj naučile iz azijske krize (Gaillard, 2014, str. 134-136), kljub nekaterim pozitivnim premikom, ki so bili narejeni po koncu omenjene krize in so predstavljeni v prilogi.

Cvečić, Host in Zaninović (2012, str. 650) so na drugi strani bolj ostri, saj pravijo, da se na podlagi grškega primera ponuja zaključek, da bonitetne agencije delujejo prociklično in da v občutljivih trenutkih delujejo oportunistično in nepredvidljivo, s čimer še slabšajo razmere na finančnih trgih, posredno zmanjšujejo likvidnost in dvigujejo obrestne mere na državne obveznice. Reakcije bonitetnih agencij glede Portugalske, Irske, Italije, Grčije in Španije so namreč skoraj ogrozile evro. Znižanja bonitetnih ocen so podražila zadolževanje za te države, zaradi česar so bile prisiljene poiskati pomoč pri ECB in drugih članicah evroobmočja. Druge države EU so najprej nasprotovale pomoči, saj so se bale, da bodo zaradi pomoči morda tudi same žrtve podobne dolžniške krize v prihodnosti, na koncu pa so se vendarle odzvale (Aduri, 2010).

Kljub temu, da so bili ukrepi agencij zgoščeni v nekaj državah (v Grčiji, na Irskem, Portugalskem in v Španiji), pa so bili pod pritiskom finančni trgi na celotnem evrskem območju. Znižanja bonitetnih ocen so vplivala ne le na finančne trge v državi, katere ocena je bila znižana, ampak tudi na trge drugih držav evroobmočja. Avstrijski razponi pri zamenjavah kreditnega tveganja in borzni indeksi so se npr. močno spremenili po znižanju bonitetnih ocen baltskih držav, čeprav je avstrijska boniteta ostala nespremenjena. Eden od možnih razlogov za prelivanje učinkov je bila izpostavljenost avstrijskih bank do baltskih držav (International Monetary Fund, 2010, str. 88). Gibanje razponov v dolžniški krizi

najbolj izpostavljenih držav je začelo odstopati od gibanja razpona 10-letne zamenjave slovenskega kreditnega tveganja konec oktobra 2009. Takrat so namreč razponi držav PIGS močno poskočili, medtem ko je bil slovenski razpon vse do junija 2011 v le rahlo naraščajočem trendu (večino časa je bil pod 100 bazičnimi točkami), nato pa začel močno rasti. Glavni dejavnik močne rasti so bile nesprejete reforme, predvsem padec pokojninske reforme na trojnem junijskem referendumu, na kar so se z manjšim zamikom odzvale tudi bonitetne agencije in kmalu zatem pričele z zniževanjem bonitetne ocene Slovenije.

2.2.2 Odziv EU na politiko delovanja bonitetnih agencij

Bonitetne agencije so bile dolgo časa brez posebne ureditve, razen v letu 2004 sprejetega in kasneje dopolnjenega IOSCO kodeksa ravnanja. Ta je poskušal izboljšati vlogo bonitetnih agencij, in sicer iz vidika (Sy, 2009, str. 7, 24):

- kakovosti in celovitosti bonitetnega procesa;
- neodvisnosti bonitetnih agencij in izogibanja nasprotjem interesov;
- odgovornosti agencij do naložbene javnosti in izdajateljev;
- transparentnosti bonitetnih agencij;
- konkurence v panogi in njenega vpliva na neodvisnost.

Vendar pa ta kodeks ravnanja ni bil pravno zavezujoč in izbruh finančne krize v ZDA je pripeljal do premisleka v Evropi, saj so bile bonitetne agencije obravnavane kot soodgovorne za izbruh krize. Evropska komisija je novembra 2008 ustanovila posebno skupino z namenom, da se preuči možnosti za izboljšanje nadzora in regulacije bonitetnih agencij. Kot odziv na glavne pomanjkljivosti v delovanju agencij, je bil septembra 2009 sprejet prvi sklop predpisov o bonitetnih agencijah (International Monetary Fund, 2010, str. 96). Šlo je za prvo posebno ureditev bonitetnih agencij v EU in za zakonodajo, neposredno veljavno v državah članicah. Cilj je bil, da bonitetne agencije delujejo v skladu z načeli integritete, preglednosti, odgovornosti in dobrega upravljanja, s čimer bi se zagotovilo, da so bonitetne ocene neodvisne, objektivne in primerne kakovosti, s tem pa nudijo visoko zaščito uporabnikom teh ocen in vlagateljem (Düker, 2012, str. 15).

Uredba št. 1060/2009 Evropskega parlamenta in Sveta (Ur.l. EU, št. 302/2009), ki je začela veljati decembra istega leta, je uvedla obvezno registracijo za vse bonitetne agencije, ki delujejo v EU. Predvidela je posebno obravnavo od primera do primera za agencije, ki delujejo iz držav zunaj EU, pod pogojem, da so njihove države izvora vzpostavile tako stroge regulativne in nadzorne okvire, kot so bile vzpostavljene v EU. Za registrirane bonitetne agencije je bilo predvideno izpolnjevanje celovitega sklopa pravil za zagotavljanje, da navzkrižja interesov ne vplivajo na ocene, da so agencije pozorne, transparentne in da zagotavljajo kakovost metodologij bonitetnega ocenjevanja. Poleg tega je regulativa predvidela (International Monetary Fund, 2010, str. 96):

- omejitve pri opravljanju svetovalnih storitev;
- prepoved ocenjevanja finančnih instrumentov, če agencije nimajo dovolj kakovostnih informacij, na katerih bi temeljile njihove ocene;
- razkritje modelov, metodologij in ključnih predpostavk, na katerih temeljijo njihove ocene;
- jasno razlikovanje bonitetnih ocen kompleksnejših instrumentov (uporaba posebnega simbola) in
- nujnost vsaj dveh neodvisnih direktorjev v vodstvu, katerih plačilo ne sme biti odvisno od poslovnih rezultatov bonitetne agencije.

Junija 2010 je Evropska komisija predlagala uvedbo centraliziranega nadzora EU nad bonitetnimi agencijami, pri čemer bi nov Evropski organ za vrednostne papirje in trge (v nadaljevanju ESMA) dobil izključna pooblastila za nadzor nad bonitetnimi agencijami, registriranimi v EU. ESMA bi lahko zahteval informacije, izvajal preiskave in opravljal preglede, odgovoren pa bi bil tudi za sankcije in bi lahko npr. razveljavil registracijo bonitetne agencije. Poleg tega je predlog predvideval tudi zavezanost izdajateljev strukturiranih finančnih instrumentov k zagotavljanju dostopa do informacij vsem ostalim zainteresiranim bonitetnim agencijam, ne samo bonitetni agenciji, ki ocenjuje instrumente, s čimer bi se drugim agencijam omogočilo, da izdajo nenaročene bonitetne ocene (Düker, 2012, str. 16; International Monetary Fund, 2010, str. 97).

Nadaljnji predpisi, sprejeti kot odziv na krizo, so določali (Cvečić et al., 2012, str. 650):

- rotiranje bonitetnih agencij, pri katerih izdajatelji naročajo bonitetne ocene;
- prevzemanje odgovornosti bonitetnih agencij za izdane ocene;
- večja pooblastila regulatorja (ESMA) za posege na področje bonitetnega ocenjevanja;
- prepoved agencijam, ki so v več kot 10 % lastništvu posameznih delničarjev, hkrati pa so ti delničarji tudi člani organov vodenja in upravljanja v drugih podjetjih, da ocenjujejo ta podjetja;
- predložitev letnega poročila o preglednosti regulatorju (ESMA).

Sankcije so bile določene v obliki prepovedi opravljanja dejavnosti, če agencija ne ravna v skladu z določbami, ki jih določajo predpisi.

Junija 2013 je stopila v veljavo nova uredba, ki je spremenila predhodno sprejeti uredbi iz let 2009 in 2011, katere namen je bil zmanjšati odvisnost od bonitetnih ocen, zagotoviti večjo kakovost ocenjevalnih procesov ter večjo odgovornost agencij v primeru hude malomarnosti ali namernih kršitev regulative, uvedene pa so bile tudi določene omejitve pri izdajanju nenaročenih bonitetnih ocen držav in dodatne omejitve oziroma potrebna razkritja pri ocenjevanju podjetij, kjer obstajajo določene lastniške povezave med agencijo in ocenjevanim podjetjem (Crnadak, 2014, str. 18).

Če povzamem, lahko evropske uredbe o bonitetnih agencijah razumemo kot prizadevanje za omejitev dejavnikov, ki lahko vplivajo na slabšo kakovost bonitetnih ocen. So odziv na prepoznane težave, poleg tega pa so pravno zavezujoče, kar je glavna prednost glede na kodeks ravnanja IOSCO, vendar pa je njihov učinek, sploh na področju odgovornosti agencij, vprašljiv. V primeru, da je ocena napačna, je za sodišče težko dokazati, če je bil zapleten postopek oblikovanja ocen opravljen brez napak. Proces bi bilo mogoče preveriti le na podlagi nekih minimalno določenih zahtev. Na podlagi tega je mogoče podvomiti, če lahko evropska zakonodaja res doseže bistvene izboljšave na trgu bonitetnega ocenjevanja.

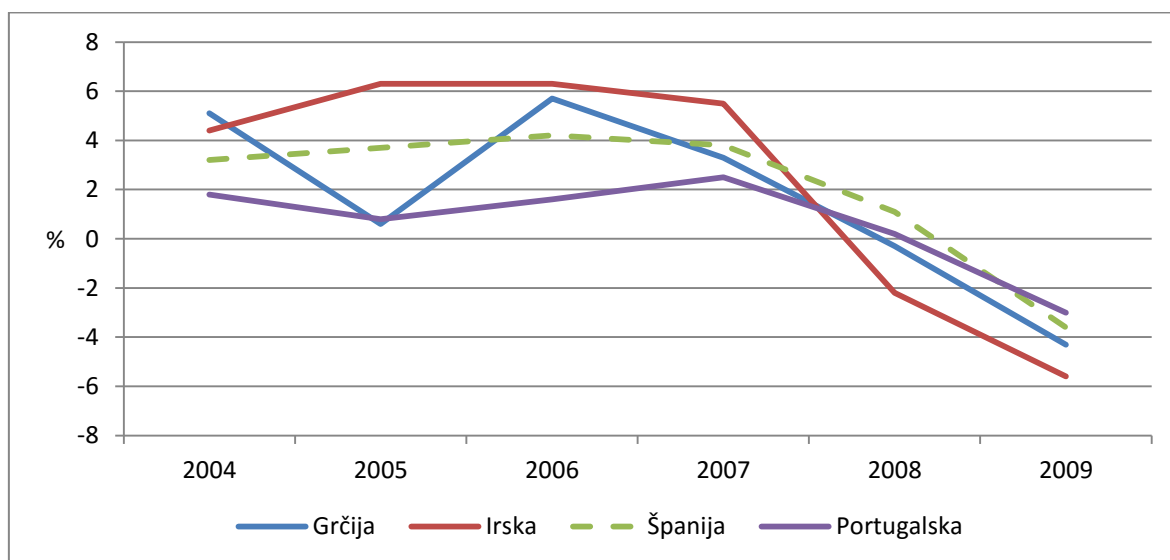
2.2.3 Analiza gibanja makroekonomskih kazalnikov in bonitetnih ocen na primeru držav PIGS

V nadaljevanju sledi kratek pregled v krizi najbolj izpostavljenih t.i. držav PIGS, in sicer ločeno za obdobje 2004–2009 in 2010–2014. Grafično bom predstavil tako gibanje najpomembnejših makroekonomskih kazalnikov (letni podatki) kot tudi gibanje bonitetnih ocen agencij Fitch in Moody's v tem obdobju, napovedi pregledov oziroma spremembe obetov bonitetnih ocen niso upoštevane.

2.2.3.1 Obdobje 2004–2009

Kot je razvidno iz Slike 8, se je znižanje stopenj rasti gospodarske aktivnosti, razen na Portugalskem, v obravnavanih državah začelo že v letu 2007, a so te države kljub temu še vedno dosegale solidno rast. V letu 2008 sta Grčija in Irska že dosegli negativno rast, medtem ko so v letu 2009 vse države PIGS doživele občuten upad gospodarske aktivnosti.

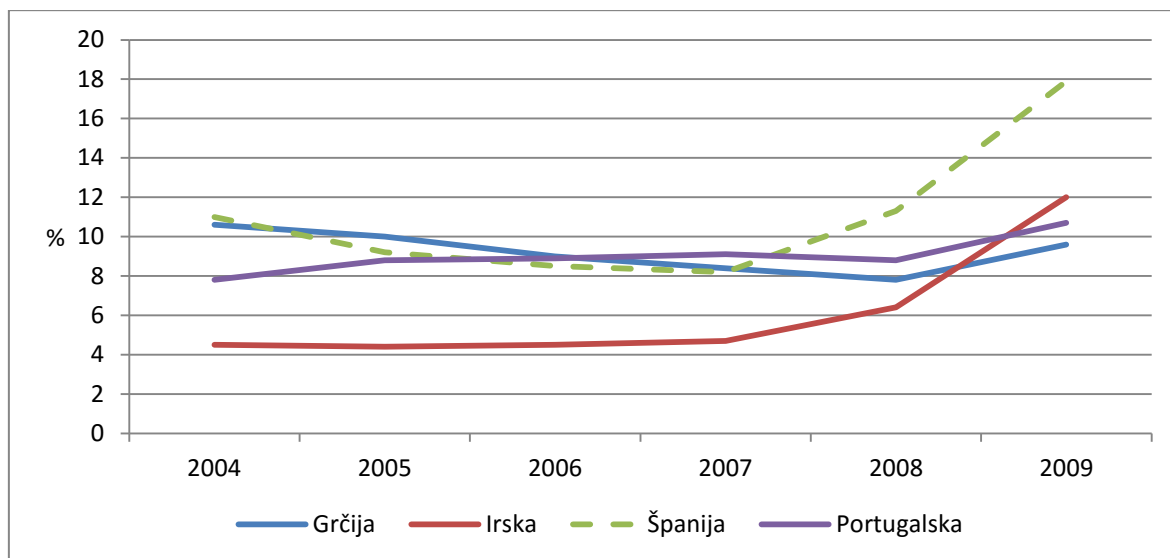
Slika 8: Stopnja rasti realnega BDP za države PIGS po letih v obdobju 2004–2009



Vir: Eurostat, Stopnje rasti realnega BDP po državah, 2016a.

Gibanje brezposelnosti navadno z manjšim zamikom sledi spremembam gospodarske aktivnosti, kar nakazuje tudi Slika 9, saj je, razen v Španiji, do občutnejše reakcije na trgu dela prišlo šele leta 2009.

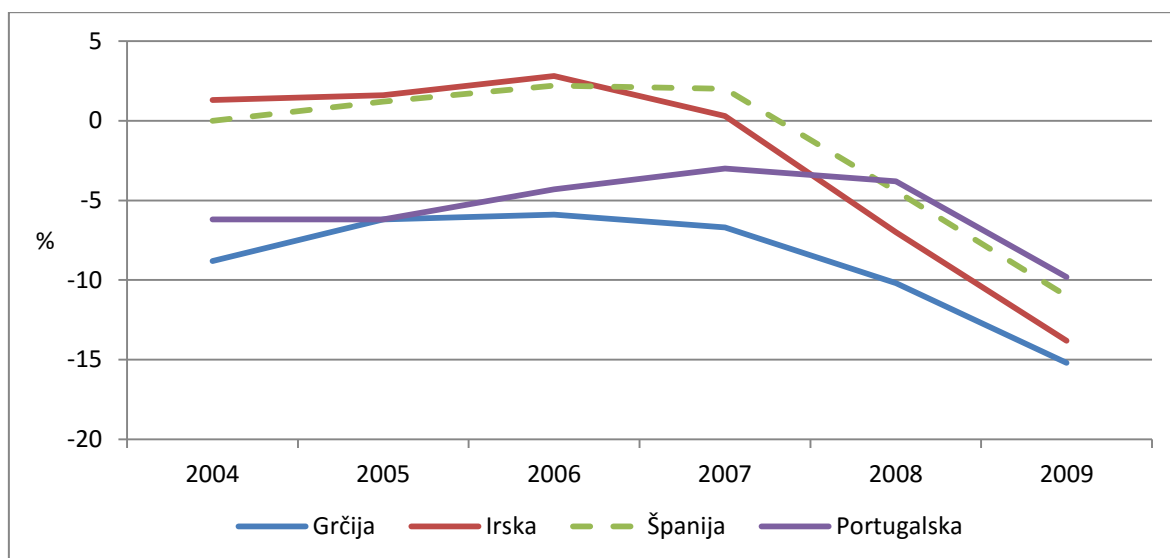
Slika 9: Stopnja brezposelnosti za države PIGS po letih v obdobju 2004–2009



Vir: Eurostat, Stopnje brezposelnosti po državah, 2016b.

Medtem ko sta v letu 2007 Španija in Irska še imeli proračunski presežek, Slika 10 kaže, da so v letu 2008 vse države izkazovale primanjkljaj, višji od 3 % BDP. Ta se je še povečal v letu 2009, ko nobena od držav PIGS ni imela primanjkljaja, ki bi bil nižji od 10 % BDP.

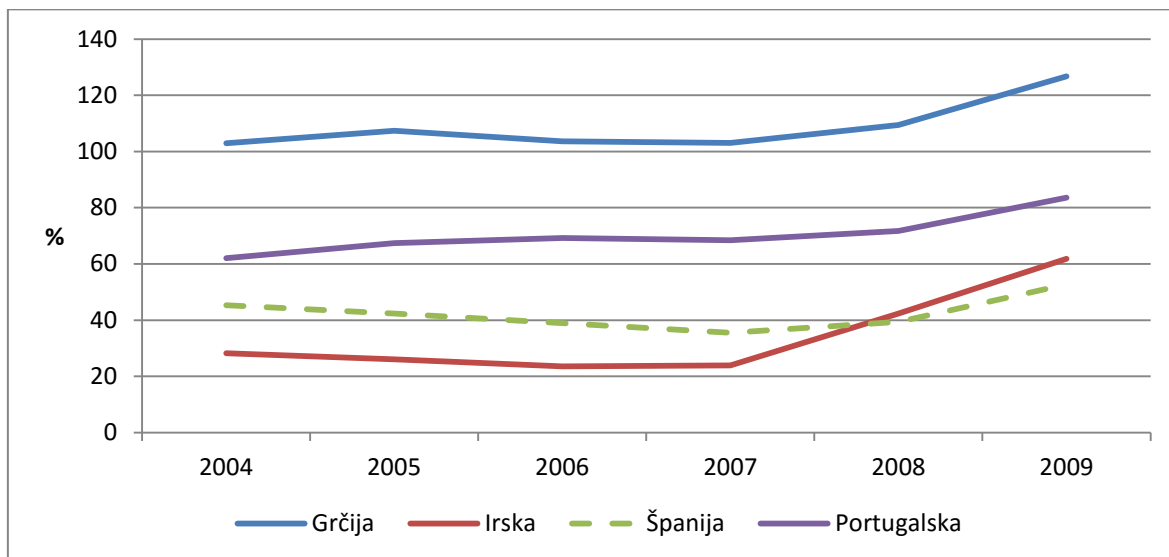
Slika 10: Delež proračunskega salda v BDP za države PIGS po letih v obdobju 2004–2009



Vir: Eurostat, Deleži proračunskega salda v BDP po državah, 2016c.

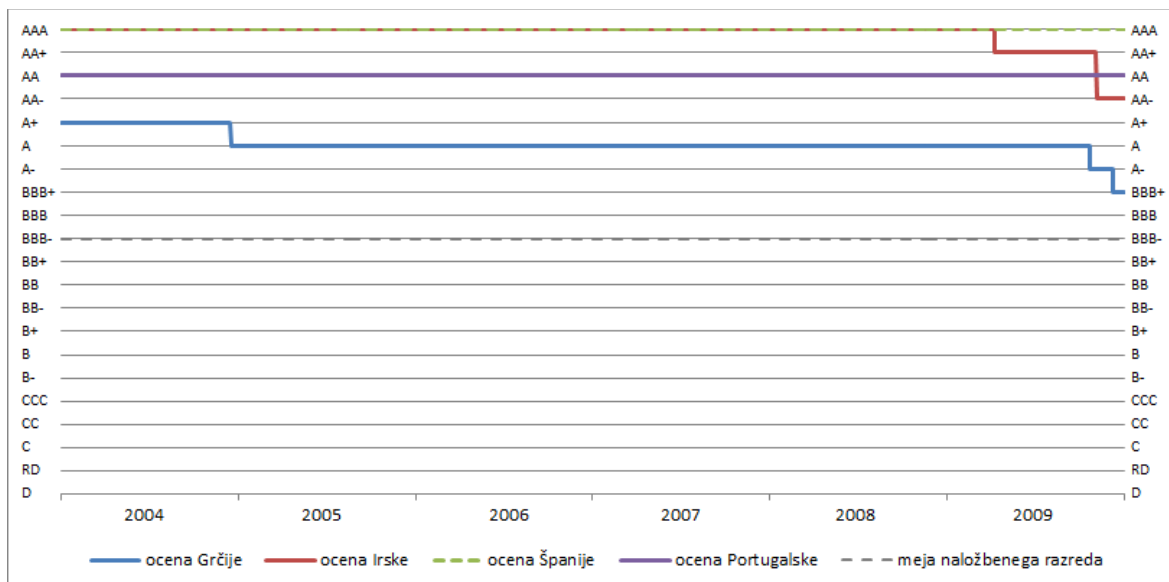
Slika 11 kaže, da je bil delež javnega dolga v BDP v obdobju od 2004 do 2007 približno konstanten, v letu 2008 pa se je krivulja obrnila navzgor, najmočneje na Irskem, in sicer zaradi sanacije načetega bančnega sistema v državi (Kennedy & O'Sullivan, 2010), v letu 2009 pa je prišlo do občutnega povečanja prav v vseh obravnavanih državah.

Slika 11: Delež javnega dolga v BDP za države PIGS po letih v obdobju 2004–2009



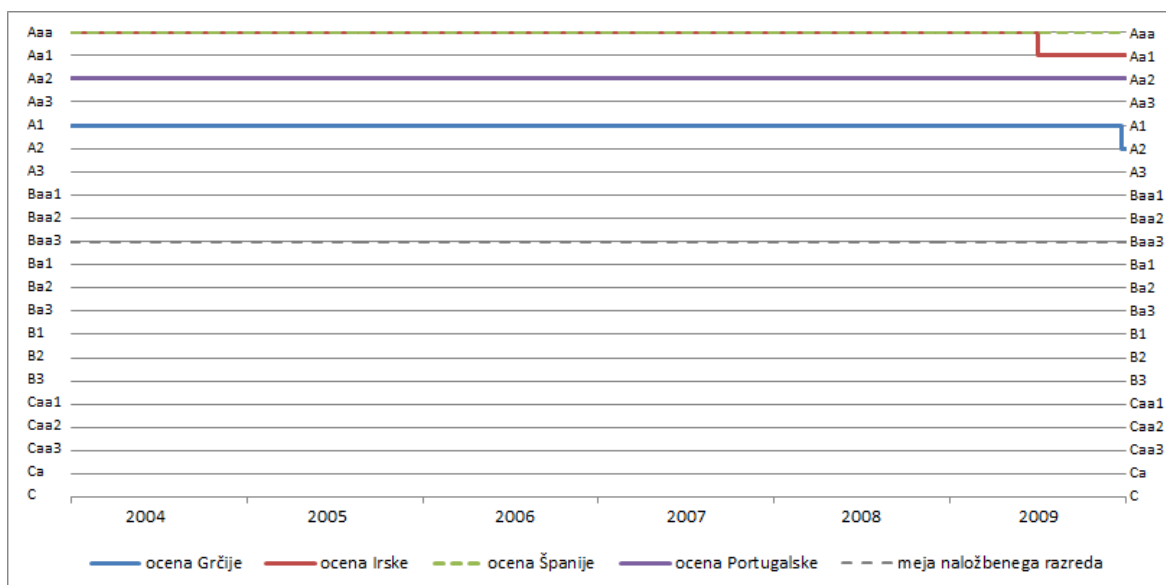
Vir: Eurostat, *Deleži bruto javnega dolga v BDP po državah*, 2016d.

Slika 12: Gibanje bonitetnih ocen agencije Fitch za države PIGS v obdobju 2004–2009



Vir: *Greece Credit Rating*, 2016; *Ireland Credit Rating*, 2016; *Portugal Credit Rating*, 2016; *Spain Credit Rating*, 2016.

Slika 13: Gibanje bonitetnih ocen agencije Moody's za države PIGS v obdobju 2004–2009



Vir: *Greece Credit Rating, 2016; Ireland Credit Rating, 2016; Portugal Credit Rating, 2016; Spain Credit Rating, 2016.*

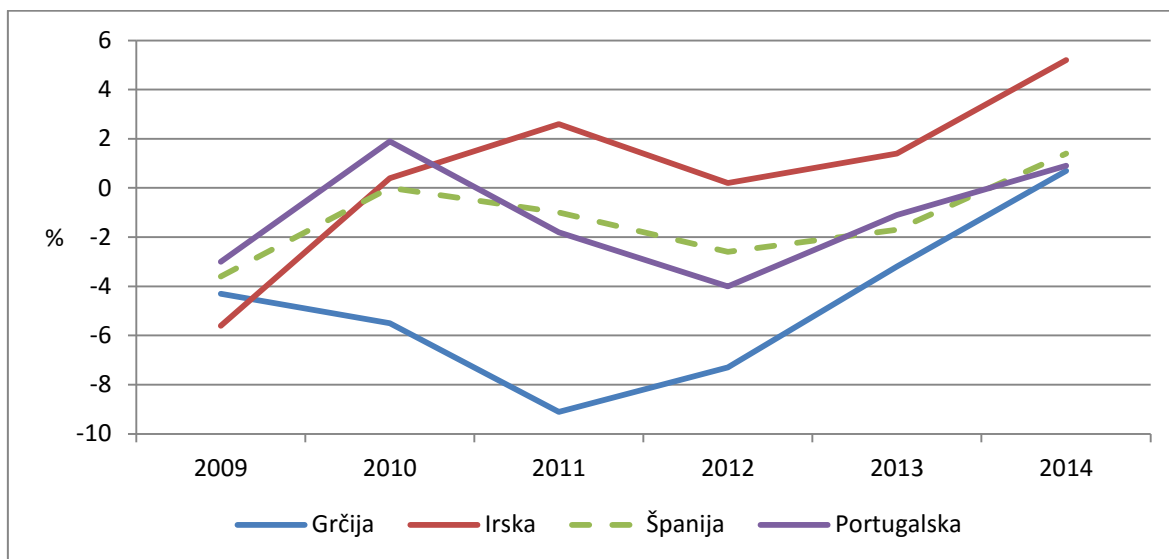
Kot vidimo iz Slik 8-11, so se znaki poslabšanja makroekonomskih kazalnikov v državah PIGS večinoma začeli kazati že v letu 2008, medtem ko Slika 12 in Slika 13 kažeta, da v tem letu agenciji Fitch in Moody's za obravnavane države nista napravili nobene spremembe bonitetnih ocen (Fitch je spremenil le obete za Grčijo). Vse države PIGS so bile leta 2008 nad dovoljeno mejo deleža proračunskega primanjkljaja v BDP, določenega v Maastrichtskih kriterijih (3 %), tudi javni dolg je rasel, BDP pa je realno upadal (na Irskem in v Grčiji) ali pa je bila njegova rast občutno nižja (v Španiji in na Portugalskem). V letu 2009, ko so se razmere še dodatno poslabšale, pa sta agenciji znižali le oceni Grčije in Irske (Slika 12 in Slika 13). V skladu z že zapisanim so bile reakcije agencije Moody's počasnejše in manj ostre, saj je v letu 2009 tema dvema državam oceno znižala le za eno stopnjo, medtem ko je Fitch Irski oceno znižal za 3, Grčiji pa za 2 stopnji. Ob koncu leta 2009 je bila ocena Španije še vedno na najvišji stopnji, tako pri agenciji Fitch kot Moody's.

2.2.3.2 Obdobje 2010–2014

Zaradi bolj nazornega prikaza sprememb glede na zadnje »predkrizno leto« sem na spodnje slike dodal tudi leto 2009, po mojem mnenju ima slika na ta način večjo informativno vrednost. Slika 14 kaže, da je bilo gibanje realnega BDP v obravnavanih državah, z izjemo Grčije, v letu 2010 ugodnejše kot v 2009, saj se v nobeni od preostalih treh držav BDP glede na leto 2009 realno ni zmanjšal, Portugalska je celo dosegla skoraj 2 % rast. So se pa razmere v Grčiji, Španiji in na Portugalskem v letu 2011 spet poslabšale, poslabšanje pa se je v zadnjih dveh naštetih državah nadaljevalo tudi v letu 2012, medtem ko je Grčiji v letu 2012 uspelo zajeziiti stopnjo padanja realnega BDP. Na drugi strani je Irska, po velikem

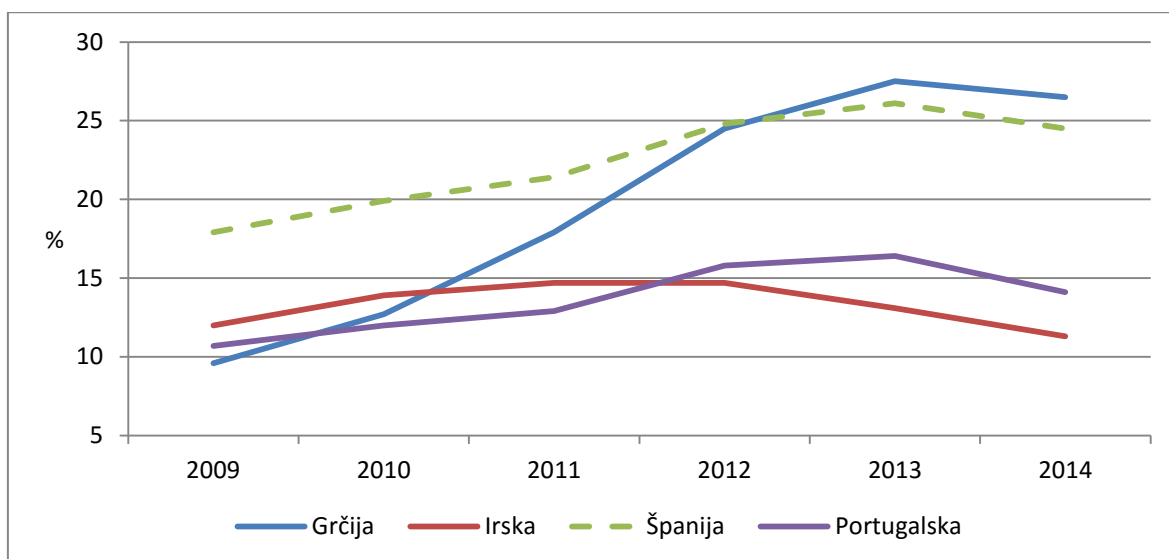
padcu v letu 2009, v celotnem obdobju 2010–2014 dosegala pozitivno rast. Slika 15 pa kaže, da se je stopnja brezposelnosti v vseh štirih državah v letu 2010 povečala, rast brezposelnosti pa se je v Grčiji, Španiji in na Portugalskem nadaljevala tudi v letih 2011–2013, do obrata in manjšega upada je prišlo šele v letu 2014. Na drugi strani je Irska, podobno kot pri gibanju realnega BDP, tudi pri gibanju brezposelnosti izstopala, saj se je rast le-te leta 2012 najprej ustavila, v letu 2013 pa je stopnja brezposelnosti začela padati.

Slika 14: Stopnja rasti realnega BDP za države PIGS po letih v obdobju 2009–2014



Vir: Eurostat, Stopnje rasti realnega BDP po državah, 2016a.

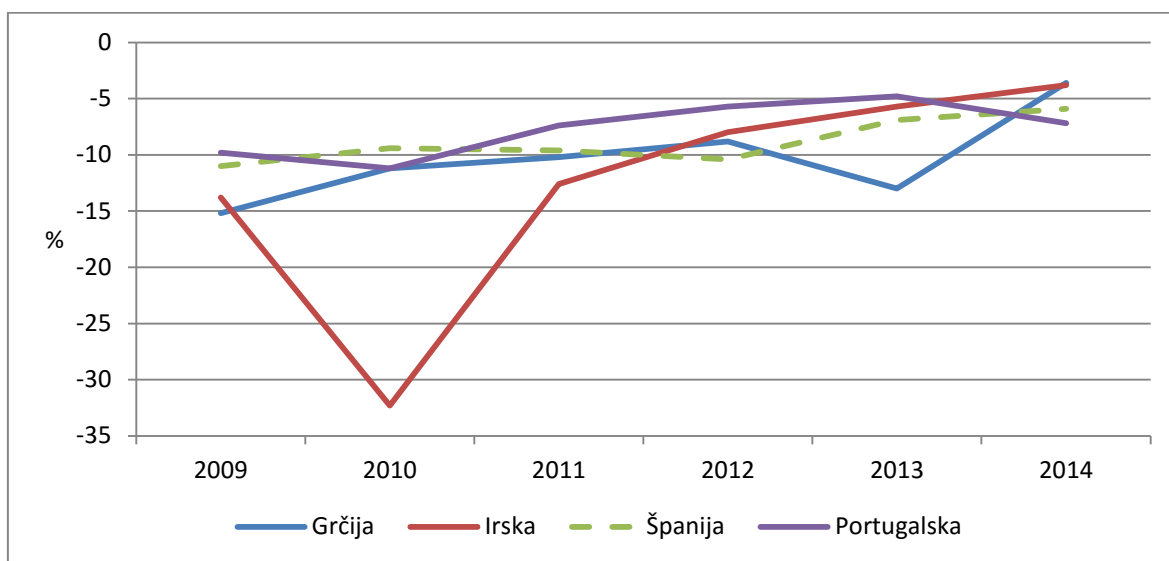
Slika 15: Stopnja brezposelnosti za države PIGS po letih v obdobju 2009–2014



Vir: Eurostat, Stopnje brezposelnosti po državah, 2016b.

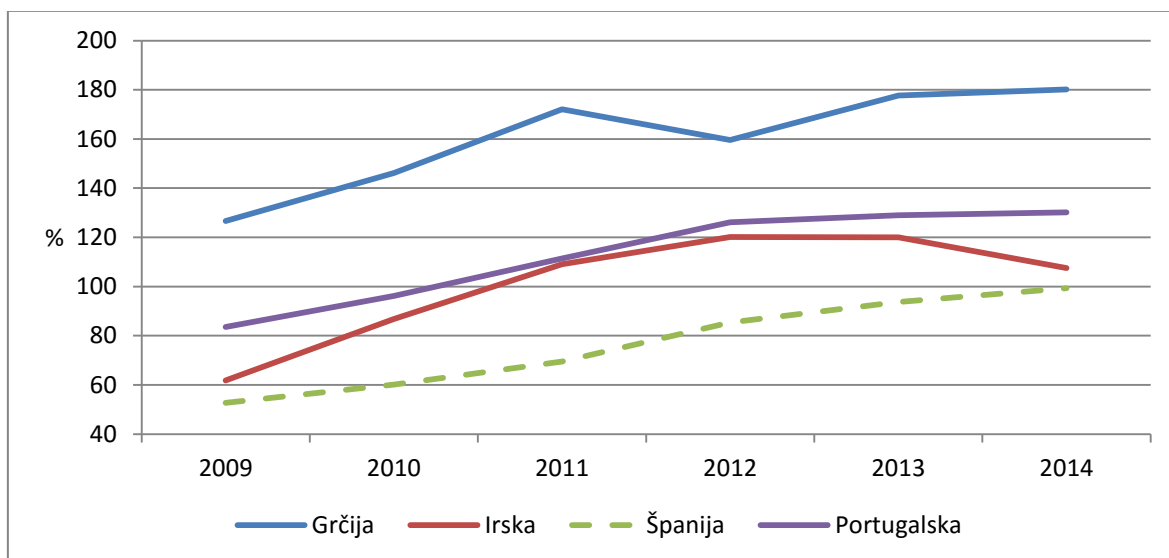
Delež proračunskega primanjkljaja v BDP je, kot vidimo na Sliki 16, v letu 2010 silovito porasel na Irskem, a je državi, tudi z zunanjo pomočjo in ustreznimi ukrepi, v naslednjih letih primanjkljaj uspelo občutno zmanjšati in stabilizirati. Tudi preostale države so od leta 2010 do leta 2014 primanjkljaj precej zmanjšale, je pa delež proračunskega primanjkljaja v BDP na Portugalskem, potem ko se je v obdobju 2010-2013 več kot prepolovil, v letu 2014 spet zrasel.

Slika 16: Delež proračunskega salda v BDP za države PIGS po letih v obdobju 2009–2014



Vir: Eurostat, Deleži proračunskega salda v BDP po državah, 2016c.

Slika 17: Delež javnega dolga v BDP za države PIGS po letih v obdobju 2009–2014



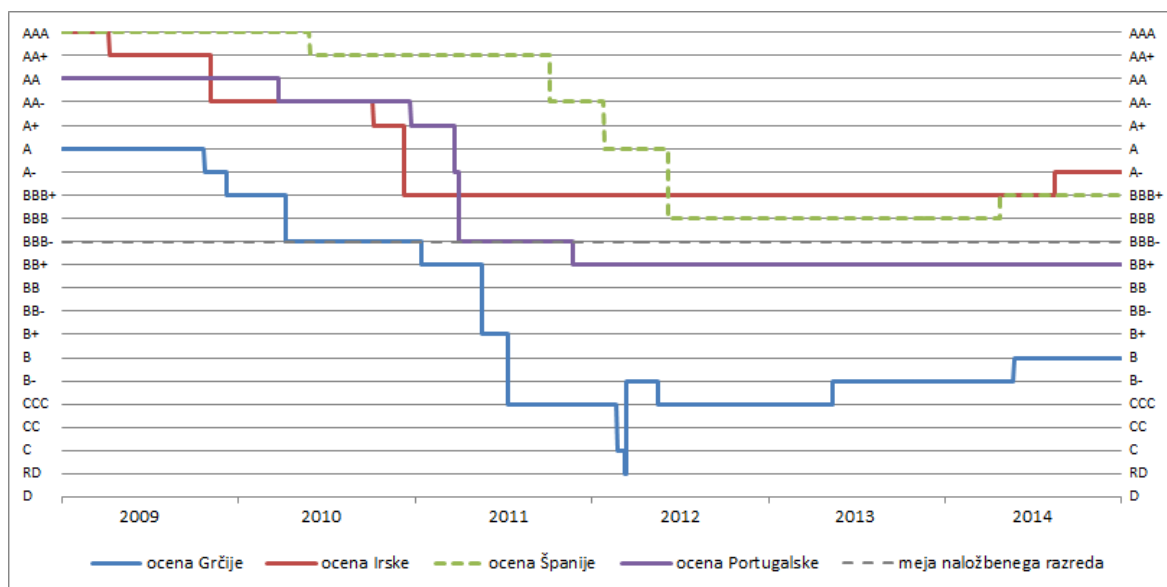
Vir: Eurostat, Deleži bruto javnega dolga v BDP po državah, 2016d.

Tudi na Sliki 17, ki prikazuje gibanje javnega dolga v BDP, izstopa Irska, kateri je v prikazanem obdobju kot edini uspelo najprej ustaviti, nato pa obrniti trend naraščanja deleža javnega dolga v BDP, v vseh preostalih državah je ta v obravnavanem obdobju konstantno naraščal.

Slika 19 kaže, da je agencija Moody's počasen odziv v letu 2009 nadoknadila v letu 2010, ko je oceno Grčije znižala za 5, Irske pa kar za 6 stopenj (iz Slike 18 vidimo, da je agencija Fitch v letu 2010 oceni teh dveh držav znižala za 2 oziroma 4 stopnje). Bonitetne ocene Irske (BBB+ oziroma Baa1), Španije (AA+ oziroma Aa1) in Portugalske (A+ oziroma A1) so bile ob koncu leta 2010 tako po lestvici agencije Fitch kot Moody's enako število stopenj pod najvišjo možno oceno, in sicer za 7, 1 in 4 stopnje. Ocena Grčije pa je bila nižja pri agenciji Moody's, saj je padla eno stopnjo pod naložbeni razred (Fitch jo je konec leta 2010 še ohranil na spodnji meji naložbenega razreda).

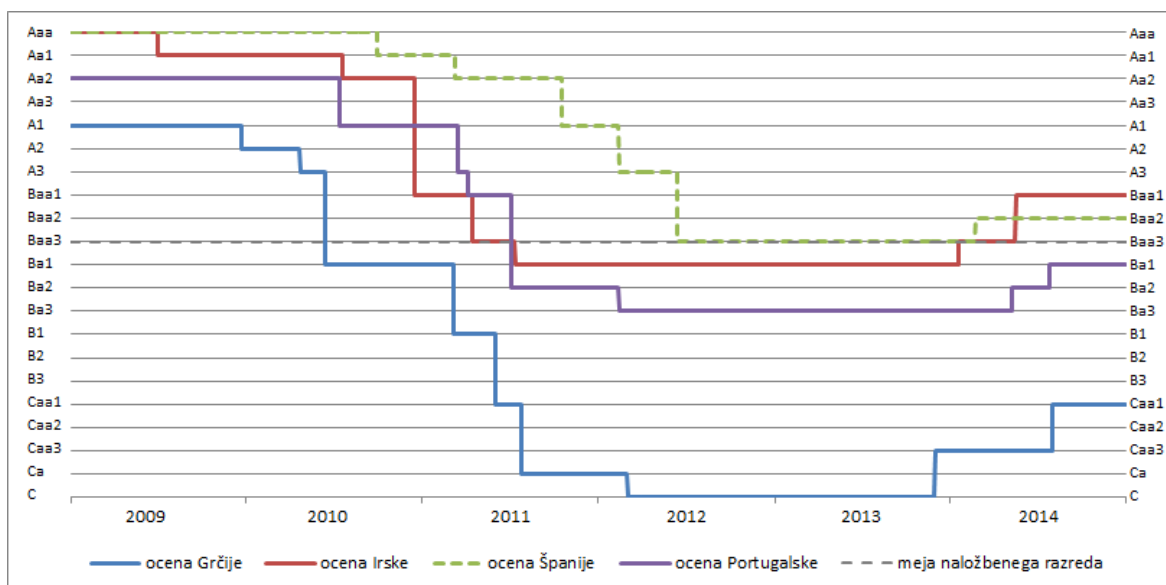
Iz Slike 18 in Slike 19 tako vidimo, da jo je najbolje, glede na prej prikazane makroekonomske pokazatelje upravičeno, odnesla Irska. Agencija Fitch po decembru 2010 ni več znižala njene ocene, jo je pa v letu 2014 zvišala za eno stopnjo. Na drugi strani je Moody's v letu 2011 oceno Irske znižal za 3 stopnje, nato pa ni bilo sprememb, dokler je ni v letu 2014 najprej dvignil na spodnjo mejo naložbenega razreda, nato pa še za 2 stopnji, kar je ustrezalo ravni iz konca leta 2010 (Baa1).

Slika 18: Gibanje bonitetnih ocen agencije Fitch za države PIGS v obdobju 2009–2014



Vir: Greece Credit Rating, 2016; Ireland Credit Rating, 2016; Portugal Credit Rating, 2016; Spain Credit Rating, 2016.

Slika 19: Gibanje bonitetnih ocen agencije Moody's za države PIGS v obdobju 2009–2014



Vir: Greece Credit Rating, 2016; Ireland Credit Rating, 2016; Portugal Credit Rating, 2016; Spain Credit Rating, 2016.

3 PRIMERJAVA GIBANJA BONITETNIH OCEN IN RAZPONOV PRI ZAMENJAVAH KREDITNEGA TVEGANJA

3.1 Kratka opredelitev zamenjave kreditnega tveganja

Zamenjava kreditnega tveganja je dvostranska pogodba med kupcem zaščite za primer kreditnega dogodka in prodajalcem takšne zaščite, katere prekinitev brez kompenzacije ni mogoča. Kreditni dogodek mora biti opredeljen v pogodbi med obema strankama in je lahko definiran kot znižanje bonitetne ocene, stečaj izdajatelja oziroma kot kak drug primer neizpolnitve obveznosti (npr. neplačilo kupona iz naslova dolžniškega vrednostnega papirja, ki je predmet zaščite). Na ta način kupec svojo kreditno tveganje oziroma izpostavljenost prenaša na prodajalca kreditne zamenjave, za kar prodajalec prejema od kupca periodična plačila (premijo), ki so določena v bazičnih točkah od nominalne vrednosti. Velikost plačila se imenuje pribitek oziroma razpon pri zamenjavi kreditnega tveganja. V primeru, da v času trajanja pogodbe ne pride do kreditnega dogodka, prodajalec zaščite nima nobenih obveznosti, v primeru nastanka kreditnega dogodka pa je prodajalec zaščite zavezan kupcu povrniti nastalo škodo oziroma izgubo (Lojk, 2008, str. 49).

Kupec zaščite je navadno lastnik instrumenta oziroma izdaje in si za razliko od prodajalca ne želi kreditnega tveganja. Instrumenti kreditne zamenjave se uporabljajo tudi za zavarovanje pred padanjem kreditne kvalitete. Če kupec kupi zaščito, ko so pribitki nizki,

bo pridobil na vrednosti instrumenta, ko bodo pribitki visoki (Lojk, 2008, str. 49). Razpon pri zamenjavah kreditnega tveganja torej meri tržno ceno kreditne sposobnosti in pričakuje se, da so višji razponi povezani z nižjimi bonitetnimi ocenami (International Monetary Fund, 2010, str. 105). V primeru grških državnih obveznic lahko kreditno zamenjavo razumemo kot zavarovanje pred tveganjem, da Grčija ne bo vrnila nominalni znesek obveznice ob zapadlosti (Düker, 2012, str. 20).

3.2 Primerjalna analiza na primeru držav PIGS in Slovenije

V nadaljevanju bom analiziral in primerjal gibanje razponov pri 10-letnih zamenjavah kreditnega tveganja s spremembami bonitetnih ocen za države PIGS in Slovenijo. Vrednosti razponov so prikazane na levi osi (v bazičnih točkah), bonitetne ocene pa na desni (najvišja ocena agencij ustreza vrednosti 20, najnižja pa vrednosti 0, vrednosti 10 in nižje pomenijo oceno v špekulativnem razredu). Sprememba obetov ali najava pregleda ocene je za namen analize prikazana kot sprememba ocene za 0,3 stopnje, da je lažje vidna morebitna reakcija pri gibanju zamenjav kreditnega tveganja (v kolikor agencija npr. izda negativne obete, kasneje pa napove še pregled ocene za znižanje, je prikazana sprememba ocene za 0,3 stopnje samo ob spremembi obetov). Zaradi omejitve pri pridobljenih podatkih je zajeto obdobje od 01.01.2008–31.08.2011, pri Irski in Sloveniji pa od 29.01.2009–31.08.2011. Dodatna omejitev analize pa je v tem, da sem pri bonitetnih ocenah napravil preprosto linearno pretvorbo ocen v številke. Kot je bilo že pojasnjeno v nalogi, so bonitetne ocene ordinalna in ne kardinalna spremenljivka, zato iz skale posameznih slik ni mogoče sklepati na razmerja.

Naj dodam še, da so uporabljene skale od slike do slike različne, uporaba enake skale namreč ne bi dovolj nazorno prikazala sprememb. Zaradi lažjega prikaza vpliva sprememb bonitetnih ocen na razpone in obratno so znižanja bonitetnih ocen, negativni obeti ali negativni pregledi prikazani kot dvig vrednosti na krivulji.

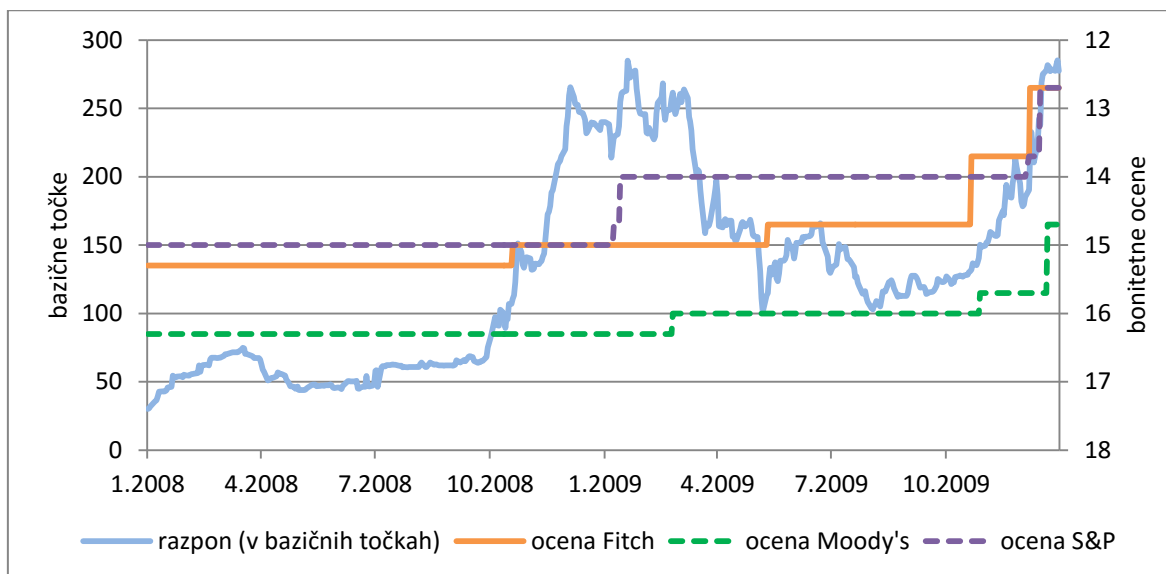
3.2.1 Grčija

20.10.2008 je Fitch spremenil obete za Grčijo iz pozitivnih na stabilne. Kot vidimo iz Slike 20, se je sprememba v kreditni sposobnosti Grčije nakazovala tudi iz gibanja razpona pri 10-letni zamenjavi kreditnega tveganja, saj se je ta začel močneje povečevati že zadnje dni v septembru 2008, njegova rast pa se je nadaljevala tudi po spremembi obetov. Potrebno pa je poudariti, da v tem obdobju ni rasel le grški razpon, ampak je zaradi negotovih razmer prišlo do splošnega trenda rasti razponov pri zamenjavah kreditnega tveganja, med drugim se je povečal tudi razpon, povezan z zamenjavo nemškega kreditnega tveganja.

Od zadnjega tedna v septembru do prvega tedna v decembru 2008 se je grški razpon pri zamenjavah kreditnega tveganja povečal iz približno 65 na približno 260 bazičnih točk,

nato pa je pritisk nekoliko popustil, dokler S&P sredi januarja 2009 ni znižal bonitetne ocene Grčiji. Od marca do oktobra 2009 se je grški razpon nato zniževal, kljub spremembam obetov s strani agencije Moody's (konec februarja) in Fitch (maja), slednji je obete spremenil na negativne, na kar se zdi, da so razponi odreagirali, a so kasneje zopet upadli. V jeseni 2009 so razponi pri 10-letnih zamenjavah grškega kreditnega tveganja začeli strmo rasti, ob koncu oktobra 2009 je grška vlada namreč navzgor popravila napoved proračunskega primanjkljaja na 12,5 % BDP, kar je bilo več kot dvakratno povečanje glede na predhodne napovedi. Fitch je na to takoj odreagirал z znižanjem ocene za eno stopnjo in negativnimi obeti, Moody's pa je teden dni kasneje obete spremenil v negativne. Do nadaljnjih reakcij agencij je prišlo v decembru 2009, ko so vse agencije znižale oceno Grčije, razpon pa je dosegel že skoraj 300 bazičnih točk (v začetku leta 2008 je znašal približno 30 bazičnih točk). Vse skupaj je izjemno podražilo ceno grškega zadolževanja, kljub napovedi novega grškega predsednika vlade o močnem rezanju javne porabe (Gaillard, 2012, str. 173–174).

Slika 20: Primerjava razponov pri 10-letnih zamenjavah grškega kreditnega tveganja z bonitetnimi ocenami v obdobju 01.01.2008–31.12.2009



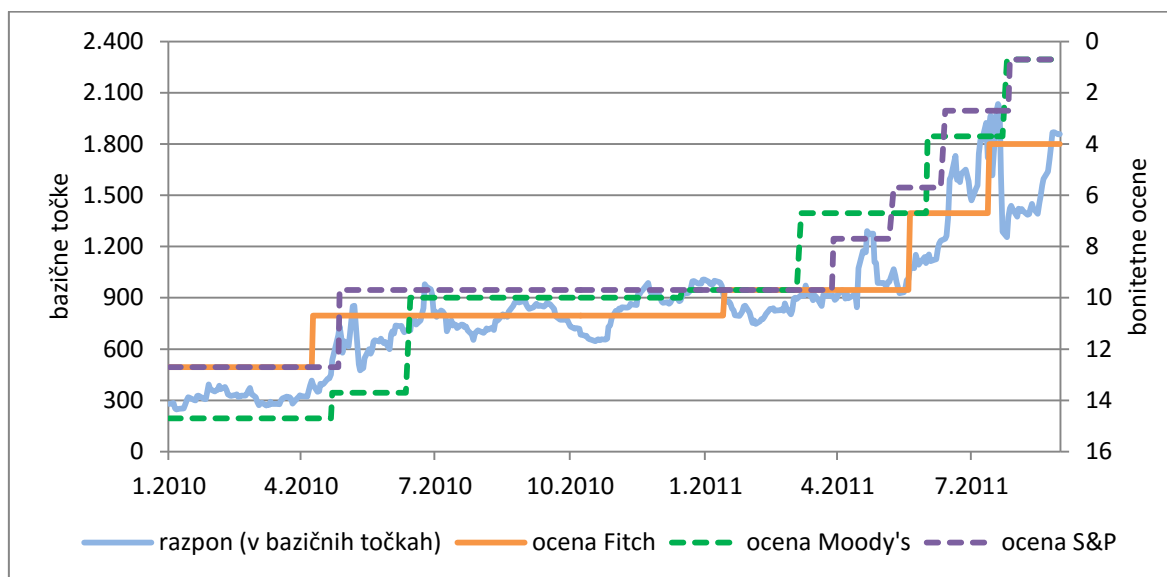
Vir: Greece 10Y CDS, 2016; Greece Credit Rating, 2016.

V prvih treh mesecih leta 2010 je bilo dogajanje v Grčiji pestro, od napovedi ostrih varčevalnih ukrepov do protestov, ki so temu sledili. Poleg tega je Angela Merkel v februarju 2010 napovedala, da Nemčija nasprotuje hitremu reševanju Grčije, češ, da mora ta sama rešiti svoje dolžniške probleme. Kljub temu se razpon v tem obdobju ni bistveno povečal, prav tako pa ni bilo nobenih sprememb bonitetnih ocen. Slika 21 kaže, da je razpon ponovno začel rasti v aprilu 2010, ko je postajalo jasno, da bo Grčija potrebovala finančno pomoč, na kar so reagirale tudi bonitetne agencije, prvi je bil zopet Fitch, sledil je

Moody's, po uradni grški prošnji za pomoč pa je S&P oceno Grčije znižal v špekulativni razred. Razpon se je od začetka do konca aprila podvojil, v začetku maja 2010 pa je bil nato potrjen paket pomoči Grčiji v višini 110 milijard evrov, kar se zdi, da je kratkotrajno nekoliko pomirilo trge kreditnih zamenjav (Inman, 2012).

V tistem trenutku je bila Grčija s strani agencije Moody's še vedno ocenjena z A3, kar je tri stopnje nad spodnjo mejo naložbenega razreda in precej višje, kot sta jo ocenjevali agenciji Fitch in S&P. Razponi so nato po kratkotrajni umiritvi spet začeli pot navzgor in napovedali štiristopenjsko znižanje ocene v špekulativni razred s strani agencije Moody's, kar je razpon zamenjave grškega kreditnega tveganja dvignilo skoraj do 1.000 bazičnih točk. Gaillard (2012, str. 183, 185) meni, da tako pozna reakcija lahko nakazuje, da se je Moody's šele pozno zavedel resnosti položaja, saj se mu je neplačilo obveznosti v razvitem gospodarstvu, kot je grško, zdelo zelo malo verjetno, ko se je verjetnost za to povečala, pa je močno znižal oceno, da je bila ta približno skladna z ocenama agencij Fitch in S&P. Kot drugo možnost pa omenja, da se je Moody's sicer zavedal položaja v Grčiji, vendar zaradi visoke nenaklonjenosti tveganju, ki je prevladovala v tistem času, ni želel povzročiti dodatne panike z občutnim znižanjem bonitetne ocene. Glede na to, da je Moody's 29.04.2010, dva dni po tem, ko je bila ocena Grčije s strani S&P znižana v špekulativni razred, in le nekaj dni pred potrditvijo paketa pomoči podal mnenje, da so tveganja, povezana z grško kratkoročno likvidnostjo in prestrukturiranjem, zanemarljiva glede na globino mednarodne zaveze k ohranjanju regionalne finančne stabilnosti, se zdi bolj verjetna prva opcija.

Slika 21: Primerjava razponov pri 10-letnih zamenjavah grškega kreditnega tveganja z bonitetnimi ocenami v obdobju 01.01.2010–31.08.2011



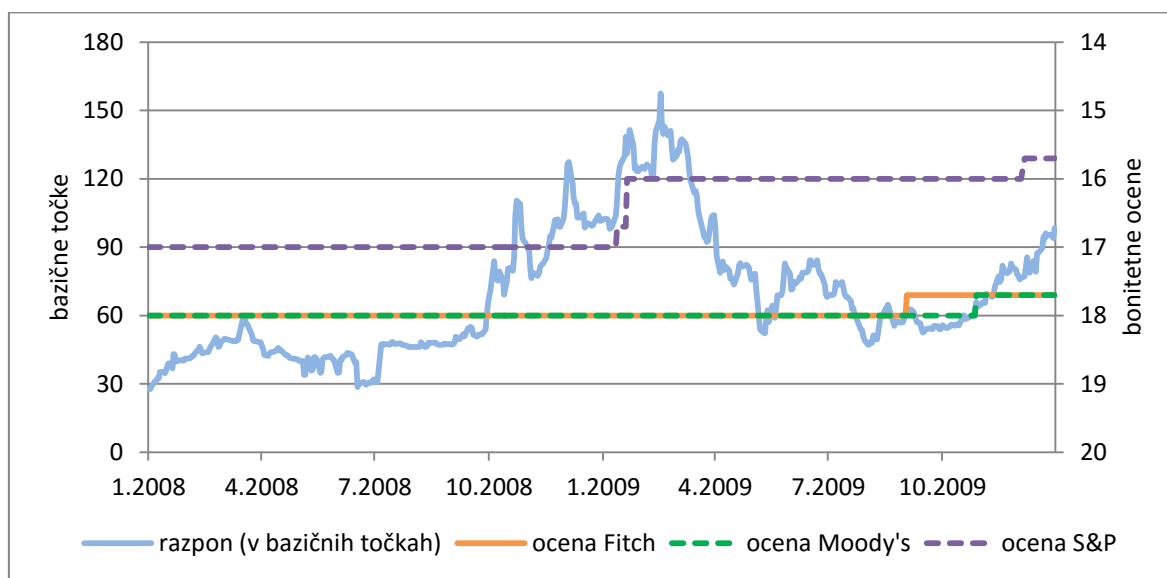
Vir: Greece 10Y CDS, 2016; Greece Credit Rating, 2016.

Kot vidimo iz Slike 21, je nato do aprila 2011 razpon večino časa nihal med 750 in 1.000 bazičnimi točkami, v decembru 2010, po negativnih pregledih bonitetne ocene s strani vseh treh agencij, pa je za kratko celo presegel 1.000 bazičnih točk. Na drugi strani pa na dodatno tristopenjsko oziroma dvostopenjsko znižanje s strani agencij Moody's oziroma S&P v marcu 2011 razponi niso posebej reagirali. Ko je S&P 13.06.2011 znižal oceno za tri stopnje na CCC, je nekaj dni kasneje razpon presegel 1.500 bazičnih točk. Konec junija 2011 je bil ob množičnih protestih potrjen nov varčevalni paket, ki pa ni pomiril trgov, saj je razpon v tem obdobju rasel, prav tako pa so ocene močno nižale tudi bonitetne agencije. Za kratko je v drugi polovici julija 2011 nato razpon upadel, saj je bil dogovorjen nov paket pomoči Grčiji, a je kmalu spet strmo zrasel.

3.2.2 Portugalska

Slika 22 kaže, da je razpon 10-letne zamenjave portugalskega kreditnega tveganja v oktobru 2008 začel rasti in je najvišjo vrednost v prikazanem obdobju dosegel sredi februarja 2009, slab mesec dni po znižanju bonitetne ocene s strani agencije S&P. Nato se je zniževal, ob koncu leta 2009 pa spet močno porasel. Trend gibanja je podoben gibanju grškega razpona, s to razliko, da je slednji ob koncu leta 2009 porasel še bistveno močneje.

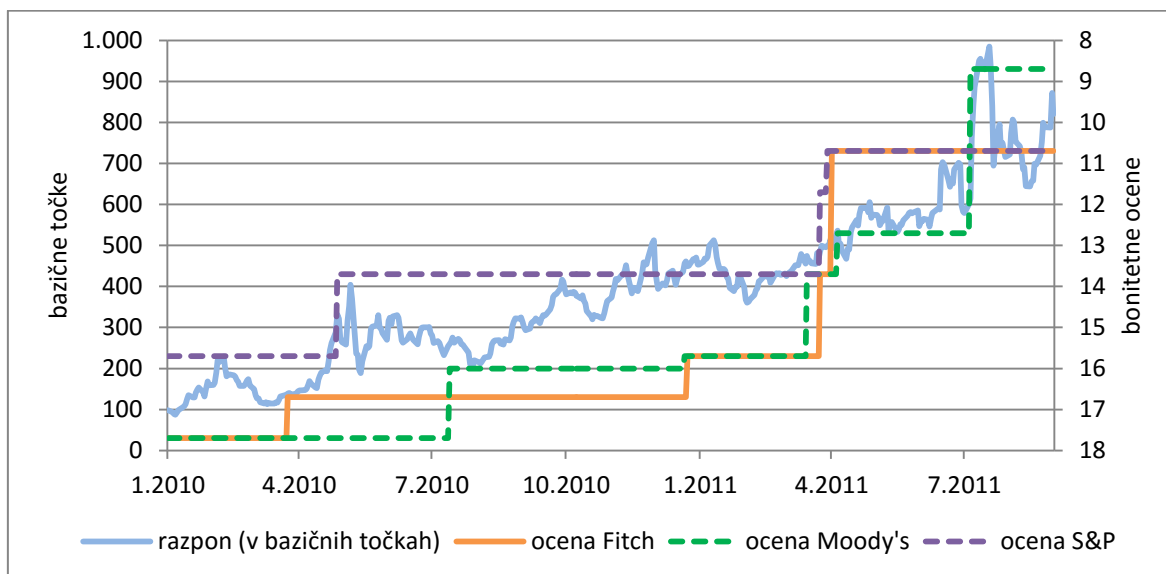
Slika 22: Primerjava razponov pri 10-letnih zamenjavah portugalskega kreditnega tveganja z bonitetnimi ocenami v obdobju 01.01.2008–31.12.2009



Vir: Portugal 10Y CDS, 2016; Portugal Credit Rating, 2016.

Gibanje portugalskega razpona v obdobju, prikazanem na Sliki 23, je bilo ves čas naraščajoče. Med sredino marca in sredino julija 2010 je prišlo do reakcij s strani vseh treh glavnih bonitetnih agencij (zadnji je reagiral Moody's), kar je še dodatno spodkopavalo zaupanje v portugalsko gospodarstvo.

Slika 23: Primerjava razponov pri 10-letnih zamenjavah portugalskega kreditnega tveganja z bonitetnimi ocenami v obdobju 01.01.2010–31.08.2011



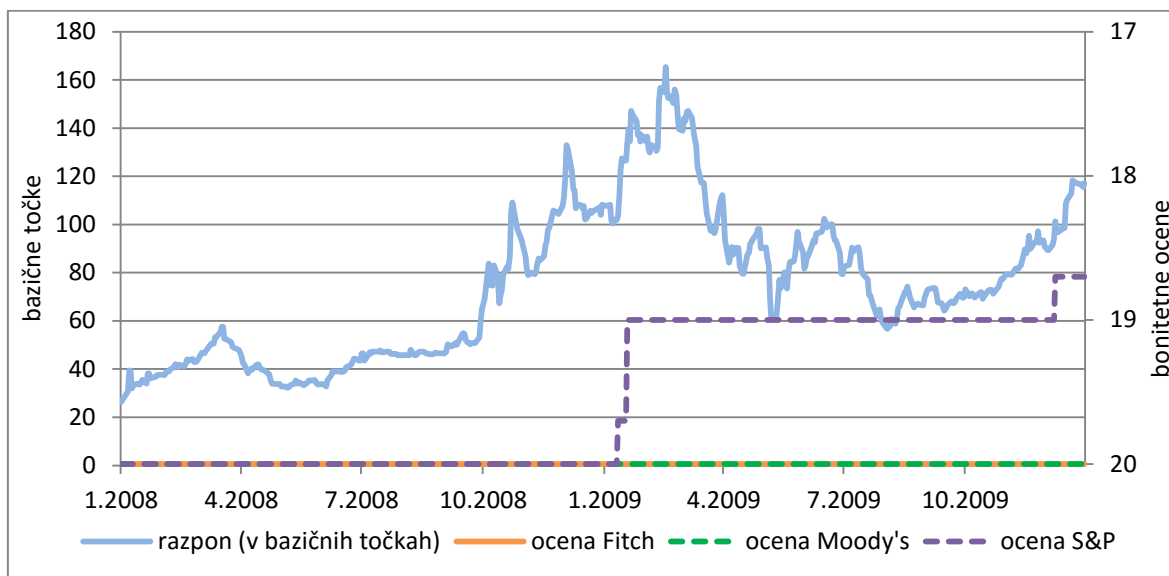
Vir: Portugal 10Y CDS, 2016; Portugal Credit Rating, 2016.

V aprilu 2010 je razpon pri 10-letnih zamenjavah kreditnega tveganja močno poskočil, kar sovпада s pogajanji glede grškega reševanja in skrbjo glede potencialnega učinka prelivanja tudi na druge izpostavljene države. Aprila 2011 je nato Portugalska kot tretja država EU (druga je bila Irska) zaprosila za finančno pomoč za boj z naraščajočim proračunskim primanjkljajem, maja 2011 pa je bila pomoč s strani EU in MDS v višini 78 milijard evrov dogovorjena, pod pogojem ostrega zmanjšanja porabe (Bugge & Khalip, 2011). Julija 2011 je Moody's bonitetno oceno Portugalske znižal v špekulativni razred, kar je razpone pognalo močno navzgor, ti so nato sicer kratkotrajno upadli, podobno kot v istem obdobju tudi grški, a so do konca avgusta 2011 spet zrasli.

3.2.3 Španija

Slika 24 kaže podobno gibanje razpona kot pri zgornjih dveh obravnavanih državah. V prikazanem obdobju je Španija tudi uradno vstopila v recesijo, v januarju 2009 pa je agencija S&P znižala njeno bonitetno oceno iz najvišje možne na AA+. Močno je v tem obdobju v Španiji poskočila tudi brezposelnost. Razponi so se nato, podobno kot pri preostalih obravnavanih državah, nekoliko znižali, dokler v jeseni ni prišlo do nove rasti. Kljub vsem prisotnim negativnim dejavnikom sta agenciji Moody's in Fitch v obdobju od 01.01.2008 do 31.12.2009 oceno Španije držali na najvišjem možnem nivoju, kar nakazuje na to, da so razponi bolje od ocen bonitetnih agencij odražali naraščajoče kreditno tveganje.

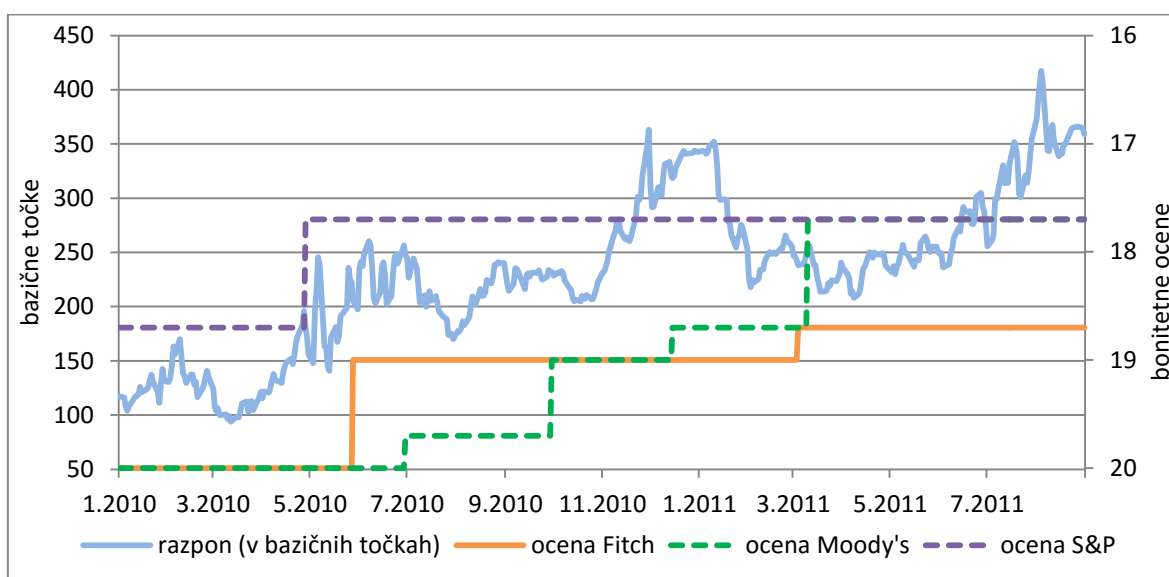
Slika 24: Primerjava razponov pri 10-letnih zamenjavah španskega kreditnega tveganja z bonitetnimi ocenami v obdobju 01.01.2008–31.12.2009



Vir: Spain 10Y CDS, 2016; Spain Credit Rating, 2016.

V letu 2010 je Španija (za kratko) izšla iz recesije, razponi pa so se nekoliko znižali. Ko pa so se pogovori o pomoči Grčiji krepili, se je pozornost obrnila tudi k Španiji, ki je imela visok proračunski primanjkljaj in iz Slike 25 je razvidno, da so v tistem obdobju razponi spet porasli.

Slika 25: Primerjava razponov pri 10-letnih zamenjavah španskega kreditnega tveganja z bonitetnimi ocenami v obdobju 01.01.2010–31.08.2011



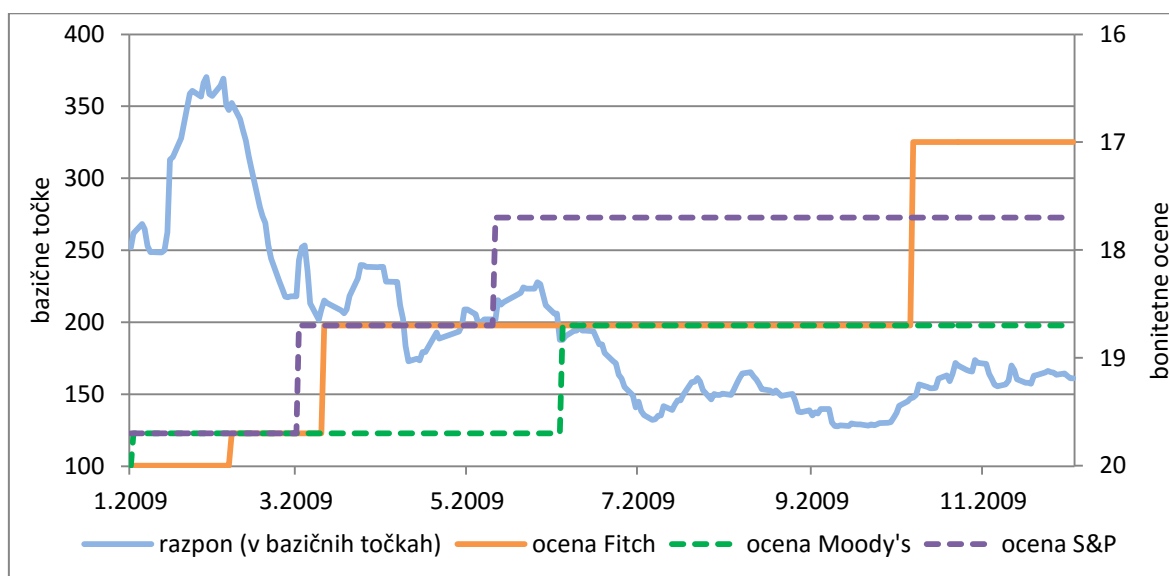
Vir: Spain 10Y CDS, 2016; Spain Credit Rating, 2016.

Konec aprila 2010 je reagirala tudi agencija S&P, obe preostali agenciji pa sta oceno Španije še vedno držali na najvišji možni stopnji. Po začetnem zanikanju je maja 2010 španski predsednik vlade priznal, da je država v težavah in napovedal varčevalne ukrepe. Konec maja je najprej reagiral Fitch, medtem ko je Moody's šele konec junija 2010 spremenil obete na negativne, oceno pa še vedno obdržal na Aaa. V preostalem obravnavanem obdobju se zdi, da razponi niso bili posebej odzivni na reakcije bonitetnih agencij, ki jih roko na srce v tem obdobju niti ni bilo veliko, razponi so namreč v aprilu 2011 začeli močneje rasti in v začetku avgusta 2011 kratkotrajno presegli 400 bazičnih točk, v tem času pa nobena od agencij ni znižala ocene.

3.2.4 Irska

Ob izbruhu globalne krize v septembru 2008 je irska vlada uvedla garancijo za dolgove bank v državi. Ta poteza je na koncu potopila irsko ekonomijo, saj Irska ni imela zadostnih rezerv za kritje dolgov svojih bank. V februarju 2009 je brezposelnost dosegla 11 %, kar je bilo najvišje od leta 1996, to pa je na ulice privabilo protestnike, ki so izražali nezadovoljstvo z vladnimi ukrepi za reševanje krize. Kot vidimo iz Slike 26, je razpon v tem obdobju močno poskočil, kljub temu, da so vse agencije držale oceno Irske še vedno na najvišji stopnji, sta pa januarja 2009 Moody's in S&P spremenila obete na negativne. Do konca leta 2009 se je razpon nato zniževal kljub znižanjem bonitetnih ocen s strani vseh agencij.

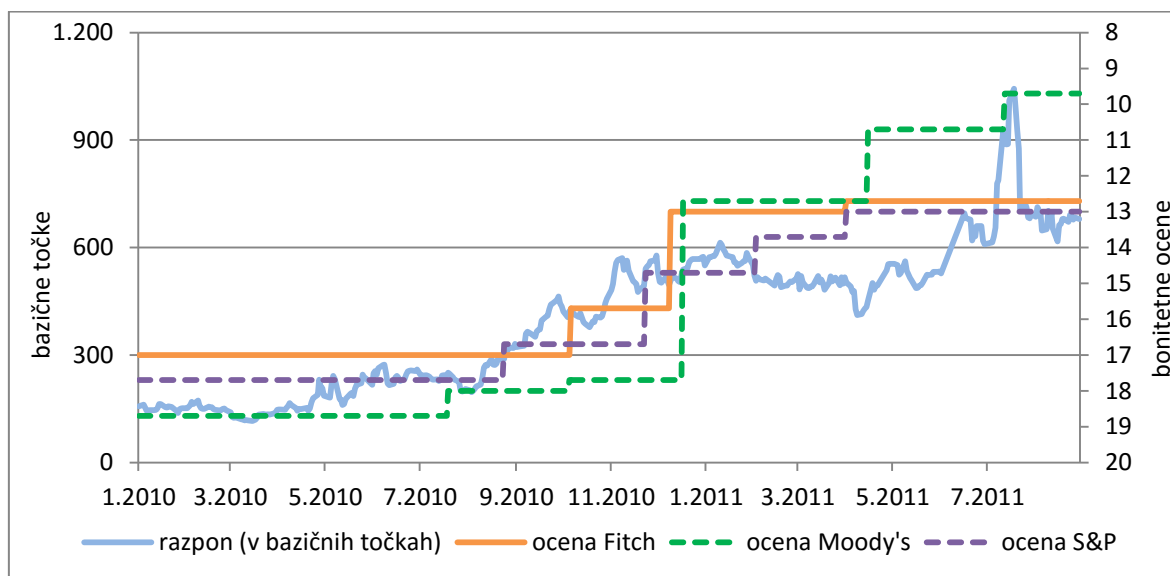
Slika 26: Primerjava razponov pri 10-letnih zamenjavah irskega kreditnega tveganja z bonitetnimi ocenami v obdobju 29.01.2009–31.12.2009



Vir: Ireland 10Y CDS, 2016; Ireland Credit Rating, 2016.

Slika 27 kaže, da je bil v letu 2010 razpon 10-letne zamenjave irskega kreditnega tveganja v naraščajočem trendu že pred reakcijami bonitetnih agencij in ne zdi se, da bi bil ta izrazito občutljiv na gibanje bonitetnih ocen. Od začetka avgusta pa do konca novembra 2010, ko se je irska vlada dogovorila za 85 milijard evrov vreden paket pomoči s strani EU in MDS, s katerim bi reševala proračunski primanjkljaj, se je razpon skoraj potrojil, po dogovoru o pomoči pa kratkotrajno upadel (O'Carroll, 2010). V decembru 2010 je sledilo znižanje ocene s strani agencije Moody's kar za pet stopenj, kar pa ni imelo posebnega vpliva na razpon, saj je ta že predhodno porasel. Vrhunec je razpon pri zamenjavi irskega kreditnega tveganja doživel v juliju 2011, kar približno sovpada z znižanjem bonitetne ocene v špekulativni razred s strani agencije Moody's. Je pa bil skok v razponu kratkotrajen in se je kasneje znižal iz 1.000 na približno 700 bazičnih točk.

Slika 27: Primerjava razponov pri 10-letnih zamenjavah irskega kreditnega tveganja z bonitetnimi ocenami v obdobju 01.01.2010–31.08.2011

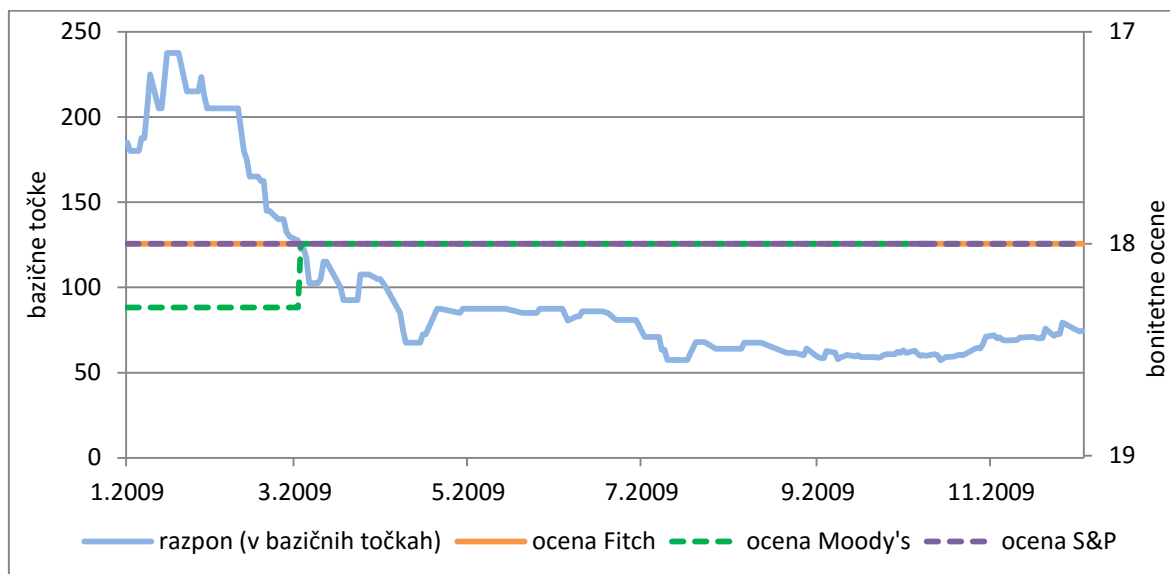


Vir: Ireland 10Y CDS, 2016; Ireland Credit Rating, 2016.

3.2.5 Slovenija

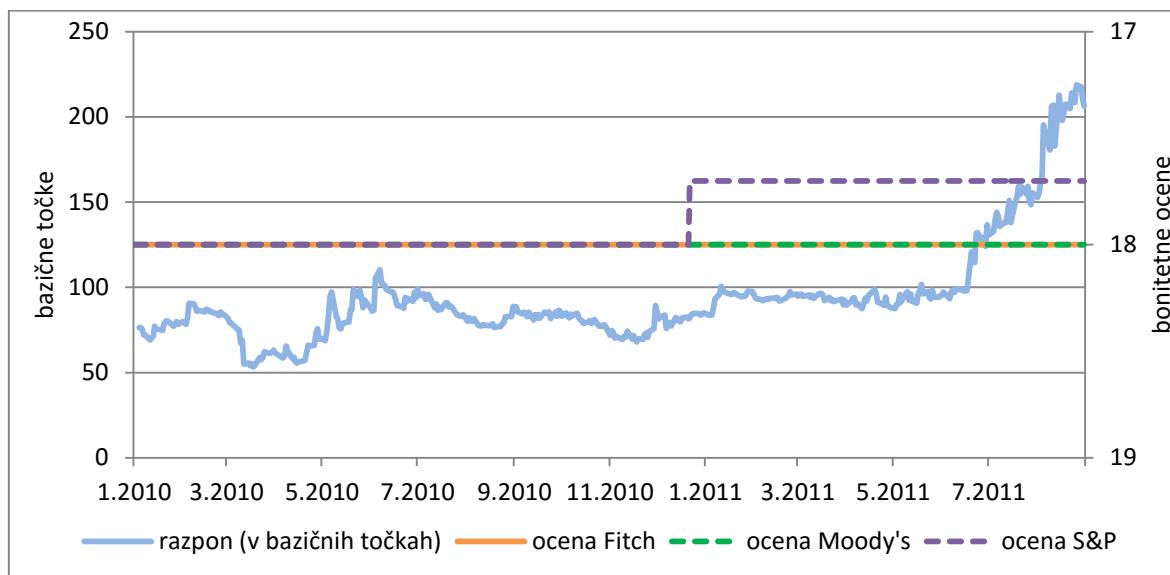
Slika 28 in Slika 29 kažeta, da je kriza Slovenijo prizadela kasneje kot predhodno analizirane države, v obravnavanem obdobju razen sprememb obetov ni bilo drugih reakcij bonitetnih agencij. Kaže pa Slika 29 na to, da so trgi zamenjav kreditnega tveganja poleti 2011 zaznali spremembo v kreditni sposobnosti Slovenije, saj je razpon začel strmo rasti, razloge, kot že omenjeno, gre verjetno iskati v padcu pokojninske reforme.

Slika 28: Primerjava razponov pri 10-letnih zamenjavah slovenskega kreditnega tveganja z bonitetnimi ocenami v obdobju 29.01.2009–31.12.2009



Vir: Slovenia 10Y CDS, 2016; Slovenia Credit Rating, 2016.

Slika 29: Primerjava razponov pri 10-letnih zamenjavah slovenskega kreditnega tveganja z bonitetnimi ocenami v obdobju 01.01.2010–31.08.2011



Vir: Slovenia 10Y CDS, 2016; Slovenia Credit Rating, 2016.

3.3 Bonitetne ocene ali razponi pri zamenjavah kreditnega tveganja?

Razponi pri zamenjavah kreditnega tveganja so že jeseni 2008, kmalu po zlomu banke Lehman Brothers, nakazovali na to, da se tudi v Evropi nekaj kuha, medtem ko je bila edina reakcija agencij v tistem času sprememba obetov za Grčijo iz pozitivnih na stabilne s strani agencije Fitch. Iz analize v predhodni točki se tako zdi, da je gibanje razponov pri 10-letnih zamenjavah kreditnega tveganja očitneje nakazovalo in opozarjalo na naraščajoče tveganje v državah PIGS, kot tudi v Sloveniji, ter s tem prehitevalo reakcije bonitetnih agencij. Tudi v daljših obdobjih nespremenjenih ocen so razponi s svojim naraščajočim trendom dostikrat nakazovali na rast kreditnega tveganja, ob tem pa so večkrat razponi rasli že v obdobju tik pred spremembo ocene oziroma obetov ali najavo pregleda, kar dopušča možnost, da so se bonitetne ocene dostikrat odzivale na njihovo gibanje. Vseeno pa ni mogoče reči, da ni v določenih primerih veljalo tudi obratno in da razponi niso bili odzivni na spremembe bonitetnih ocen. V nekaterih primerih so se namreč močno odzvali na spremembe bonitetnih ocen, sploh če je šlo za spremembo ocene v špekulativni razred, kot recimo v primeru Grčije in Portugalske. Študija ECB, izdelana na podatkih držav EU za obdobje od januarja 1995 do oktobra 2010, je odkrila dokaze za dvosmerno vzročnost med bonitetnimi ocenami držav in razponi, in sicer za časovni okvir enega do dveh tednov, kar pomeni, da bonitetne agencije niso imune na pritiske s strani trgov kreditnih zamenjav, kakšne naj bi ocene bile. Študija med drugim ugotavlja tudi, da (Afonso et al., 2011):

- je reakcija razponov še posebej opazna pri negativnih bonitetnih objavah, medtem ko je pri pozitivnih bolj omiljena;
- se razponi državnega kreditnega tveganja močneje povečajo v primeru negativnih objav s strani agencij Moody's in Fitch kot pa S&P, zmanjšajo pa se bolj v primeru pozitivnih objav agencije S&P, pri čemer se večina reakcij zgodi v prvem dnevu;
- so razponi po 15.09.2008, ko je prišlo do zloma banke Lehman Brothers, postali bolj občutljivi na negativne novice glede bonitetnih ocen;
- obstajajo šibki dokazi, da razponi predvidevajo informacije, zajete v znižanjih bonitetnih ocen 30 do 60 dni pred tem, ni pa nobenih tovrstnih dokazov v primerih sprememb obetov;
- imajo države, katerih ocena je bila znižana manj kot 6 mesecev pred tem, višji razpon kot enako ocenjene države, katerih ocene pa v zadnjih šestih mesecih niso bile znižane.

Študija torej med drugim obravnava tudi države, analizirane zgoraj, razlika je v daljšem časovnem razponu in v tem, da se podatki v študiji nanašajo na obdobje do oktobra 2010, medtem ko je analiza v točki 3.2. narejena na podatkih do 31.08.2011.

Chava, Ganduri in Ornthanalai (2012, str. 30) pa so na podlagi študije podjetij, na podatkih od januarja 1998 do decembra 2007, ugotovili, da so ocene, implicirane iz razponov pri kreditnih zamenjavah, občutno prehitevale reakcije agencij, in sicer za več kot 180 dni.

Analiza v točki 3.2 je nakazala, da so z največjo zamudo prihajale reakcije agencije Moody's, v nasprotju s tem pa so bile ocene agencij S&P in Fitch nekoliko bolj korelirane z gibanjem zamenjav kreditnega tveganja. Zdi se, da Moody's daje še dodatni poudarek na ocenjevanje skozi cikel, zato so spremembe bonitetnih ocen manj pogoste, ko pride do njih, pa so te obsežnejše od tistih, ki jih napovesta Fitch in S&P (Gaillard, 2012, str. 185, 189). Agencija Moody's tako npr. nobeni državi evroobmočja ni znižala bonitetne ocene v obdobju 1999-2008 (Gaillard, 2013).

Razponi naj bi že vključevali informacije, zajete v bonitetnih ocenah, zato naj bi bili vsaj tako natančni kot bonitetne ocene, poleg tega je njihova uporaba enostavna ter povezana z nizkimi stroški zbiranja in analiziranja podatkov. Določa jih trg kot celota, ne katerikoli izbrani subjekt ali subjekti, vseeno pa se porajajo nekatera vprašanja oziroma pomisleki:

- glede njihove bistveno višje nestanovitnosti v primerjavi z bonitetnimi ocenami (Partnoy, 1999, str. 708-709), kar je nazorno prikazano v zgornjih primerih;
- glede uporabnosti tovrstnih razponov na primarnem trgu, ob novih izdajah, ravno tu pa je bil vpliv bonitetnih ocen v obdobju pred krizo tako izrazit (Portes, 2008);
- ker lahko ti razponi vključujejo tudi druge dejavnike, bi bilo vpliv izključno kreditnega tveganja težko natančno ugotoviti iz njihovega gibanja (Deb et al., 2011, str. 17);
- glede možnosti za manipulacije, še posebej, ko je likvidnost omejena ali se s sredstvi neredno trguje, zaradi česar so ta dovzetna za večja nihanja (Gavras, 2012);
- glede nizke razpoložljivosti razponov na določenih trgih (European Commission, 2015).

Partnoy (1999, str 708-709) je za nekatere od teh težav predlagal rešitev, in sicer:

- regulatorji bi lahko uporabili srednji ali povprečni razpon, ki je veljal v določenem časovnem obdobju, da bi se izravnali učinki nenadnih premikov na trgu;
- na slabo likvidnih trgih bi lahko regulatorji vključili določbe za dodatno vrednotenje, prav tako bi lahko vključili določila, da morajo subjekti, ki so predmet ocenjevanja, zagotoviti določene podatke, da se omogoči »pošteno vrednotenje«. Večina velikih udeležencev na finančnih trgih že tako ali tako vrednoti instrumente s svojimi internimi metodologijami, zato zamenjava in preskok na uporabo razponov ne bi bil pretežak, saj so ti enostavno uporabni.

Vzajemni skladi, ki vlagajo na denarne trge, bi npr. namesto omejitev, vezanih na bonitetne ocene, morali spoštovati omejitve, da lahko kupujejo le tiste obveznice z razponom, manjšim od npr. 75 bazičnih točk. Ta bi moral biti nižji od te meje ob nakupu, kasneje pa bi se njegova ustreznost tudi periodično preverjala. Sklad bi moral prodati obveznice, katerih kreditni razpon bi za določeno obdobje presegel 75 bazičnih točk.

Prehod izključno na uporabo razponov pri kreditnih zamenjavah se mi ne zdi realen, bi pa, kot navaja poročilo Organizacije za gospodarsko sodelovanje in razvoj (International Monetary Fund, 2010, str. 18), bonitetne ocene in tržne mere kreditnega tveganja morale sobivati, saj si niso substituti, ampak so si komplementarne. V kakšni obliki bi to sobivanje potekalo, pa predstavlja izziv za bodoče študije delovanja bonitetnih agencij.

4 PREDLOGI ZA IZBOLJŠANJE DELOVANJA BONITETNIH AGENCIJ

4.1 Konkurenčnost v panogi in predlog ustanovitve evropske bonitetne agencije

4.1.1 Povečanje konkurence

Široka paleta bonitetnih agencij je poskušala vstopiti na trg bonitetnih ocen, vendar niso uspele pridobiti tržnega deleža. Razlog za to gre pripisati posebnim značilnostim trga bonitetnega ocenjevanja, ki se razlikuje od drugih trgov. Ker je kakovost bonitetne ocene lahko ovrednotena samo naknadno, jo bo izdajatelj naročil le, če se mu bo bonitetna agencija zdela zanesljiva. To je eden od razlogov, da je za novo agencijo težko vstopiti na trg, ker nima ugleda, ki so ga bonitetne agencije v panogi gradile skozi desetletja. Poleg tega so ocene izdelane na podlagi dolgoletnih izkušenj in metodologije izdelave ocen naj bi se, vsaj v teoriji, nenehno izboljševale. Nove bonitetne agencije nimajo teh izkušenj in lahko uspešno vstopijo na trg le, če pridobijo dobre bonitetne analitike, kar pa je zahtevna naloga. Dodatna ovira za vstop novih bonitetnih agencij in pridobitev ugleda pa je pogoj, da jo potrdi in sprejme tudi regulator (Theurl & Schätzle, 2011).

V teoriji naj bi bila večja konkurenca med bonitetnimi agencijami dobra stvar, ker naj bi vodila k inovacijam ter višji kakovosti raziskav in analiz (White & Richardson, 2009). V primeru, da bi se zgoraj našteje vstopne ovire premostile in bi glavne tri agencije dobile resno konkurenco, pa bi v praksi obstajala še večja nevarnost za nakupovanje najboljših bonitetnih ocen, kot obstaja trenutno, zaradi česar bi se lahko kakovost bonitetnih ocen še znižala (Theurl & Schätzle, 2011). Posledično bi to lahko celo sprožilo tekmo do dna, saj bi z namenom pridobivanja posla bonitetne agencije izdajale vse bolj napihnjene ocene, agencija, ki bi bila pripravljena najbolj napihniti svoje ocene in ponuditi najcenejše storitve, pa bi zmagala (Partnoy, 1999, str. 707).

V modelu, kjer za ocene plačujejo izdajatelji, bi ti namreč imeli še več izbire pri iskanju agencije, ki jim bo dodelila najbolj ugodno oceno (White & Richardson, 2009), s tem pa bi se lahko zmanjšala kvaliteta le-teh, saj bi se agencije v pogojih večje konkurence še bolj trudile izdajatelje dobiti na svojo stran s čim ugodnejšimi ocenami. To tveganje bi bilo še posebej izpostavljeno pri izdajah strukturiranih finančnih instrumentov, kjer gre za

koncentrirano skupino velikih bank, ki imajo večjo moč in vpliv od tradicionalnih izdajateljev, s tem pa agencijam predstavljajo glavni vir zaslužka na tem segmentu, za katerega bi se te v pogojih povečane konkurence morale in bile pripravljene še bolj boriti. Če agencije morda ne bi bile pripravljene ogroziti svojega ugleda zato, da obdržijo oziroma pridobijo katerega od tradicionalnih izdajateljev, ki jih je na trgu mnogo, pa bi bile morda to pripravljene storiti za pridobitev katerega od večjih izdajateljev strukturiranih finančnih instrumentov (Hunt, 2008, str. 21). Se pa napihovanje ocen dogaja tudi na drugih segmentih izdajanja bonitetnih ocen. Becker in Milbourn (2008) sta ugotavljala, da je na trgu podjetniških obveznic povečanje tržnega deleža agencije Fitch znižalo natančnost ocen in jih naredilo bolj naklonjene izdajateljem. Bongaerts, Cremers in Goetzmann (2012) pa so preučili potrebo po več ocenah iste izdaje obveznic in informacijsko vrednost tretjega mnenja ter ugotovili, da tretja ocena običajno vsebuje malo dodatnih informacij in našli empirično podporo le v njeni regulativno certifikacijski vlogi.

Na področju povečanja konkurence so bili, kljub navedenim dvomom, če bi ta izboljšala kvaliteto bonitetnih ocen, narejeni nekateri koraki naprej, in sicer v smeri, da bi morali vsi izdajatelji zagotoviti, da so zasebne informacije, ki so na razpolago izbrani agenciji, na voljo tudi drugim agencijam. Na ta način bi se bonitetnim agencijam, ki si želijo izgraditi ugled na določenem segmentu trga, olajšalo izdajanje nenaročenih ocen, s čimer bi lažje premagale ovire, povezane z ugledom in prepoznavnostjo, ki jo uživajo uveljavljena podjetja v panogi. Podatki bi bili dostopni tudi že obstoječim agencijam v panogi, s čimer bi te pridobile možnost, da izzovejo glavne agencije in spodbudijo razpravo. Na drugi strani pa bi takšna razkritja lahko omogočila tudi neodvisno oceno tveganja in bi zmanjšala odvisnost od bonitetnih agencij (Deb et al., 2011, str. 13-14).

Glede na vse zgoraj navedeno se zdi, da povečana konkurenca ni nujno rešitev, saj ne bi nujno prispevala k večji kakovosti bonitetnih ocen. Velja za predlog ustanovitve evropske bonitetne agencije enako ali bi morda ta vendarle lahko izboljšala delovanje panoge?

4.1.2 Predlogi za ustanovitev evropske bonitetne agencije

Bonitetne agencije so bile po izbruhu svetovne finančne in kasneje evropske dolžniške krize pod močnimi kritikami javnosti, da so povzročile ali vsaj potencirale globalno finančno krizo ter še posebej dolžniško krizo v Evropi. Neposredno po serijskih znižanjih bonitetnih ocen evropskih držav so nekateri opazovalci sumili celo na zaroto s strani ameriških bonitetnih agencij, saj naj bi evropske države le nemočno opazovale in bile prepuščene na milost in nemilost zasebnih bonitetnih agencij, ko so te zniževale bonitetne ocene grških državnih obveznic, kasneje pa tudi obveznic drugih držav mediteranske Evrope. Jean-Claude Juncker, takratni vodja Evroskupine, je zato pozival k ustanovitvi lastne evropske bonitetne agencije, ki bi zagotavljala zanesljive podatke za namen ocenjevanja kreditnega tveganja (Bartels & di Mauro, 2013), vendar pa je bila ta ideja

kasneje zaradi prevelikih stroškov (začasno) opuščena (Polito & Wickens, 2013), vseeno pa pogledjmo in preučimo podrobneje ta predlog ter njegove možne oblike izvedbe, saj ni izključeno, da se kdaj v prihodnosti ideje v tej smeri ne bodo spet pojavile. Ustanovitev evropske bonitetne agencije, vsaj za bonitetne ocene držav, se je tako na prvi pogled zdela dobra ideja. Poleg želje po večji konkurenčnosti obstajata še dva vidika, ki sta spodbujala idejo o ustanovitvi evropske bonitetne agencije (Theurl & Schätzle, 2011):

- odprava motiva ustvarjanja čim večjega dobička, ki je glavni cilj zasebnih bonitetnih agencij, saj maksimizacija dobička iz naslova bonitetnih ocen in regulatorna uporaba le-teh, ki je v javni domeni, težko sobivata;
- velike tri bonitetne agencije so usmerjene predvsem za ameriški trg in tamkajšnje predpise, zato te niso (bile) dovolj pozorne na posebnosti evropskega načina financiranja podjetij in držav.

Vprašanje, ki se poraja, je, na kak način bi bila financirana takšna bonitetna agencija.

4.1.2.1 Javno financirana evropska bonitetna agencija

Ideja o financiranju s strani držav članic izvira iz želje po razrešitvi problema nasprotja interesov, zasebne bonitetne agencije so namreč finančno odvisne od svojega naročnika oziroma izdajatelja. V nasprotju s tem pri javno financirani bonitetni agenciji ne bi prišlo do takšne finančne odvisnosti (Düker, 2012, str. 23).

Ena od idej je bila povezava agencije z ECB, saj ta že ima oddelek za analizo kreditnih tveganj. V očeh zagovornikov tega predloga naj bi bila njegova prednost domnevno visok ugled in neodvisnost ECB, zaradi česar bi takšna bonitetna agencija lažje vstopila na trg bonitetnega ocenjevanja (Theurl & Schätzle, 2011). Beck in Wienert (2010) dodajata, da bi morale biti poleg ECB v njeno delovanje vključene tudi nacionalne centralne banke.

Težave in omejitve, s katerimi bi se verjetno soočala tovrstna agencija, pa bi bile naslednje (Beck & Wienert, 2010; Theurl & Schätzle, 2011):

- bonitetna agencija bi bila pozicionirana v Evropi in specializirana samo za evropski trg;
- zaradi ozke geografske usmerjenosti bi pri mednarodnih in evropskih tržnih udeležencih, ki bi iskali mednarodne vlagatelje, težko konkurirala največjim igralcem, kateri so globalno prisotni;
- zaradi eliminacije profitnega motiva ne bi obstajale denarne spodbude za zagotavljanje dobrih ocen, zato je vprašljiva kvaliteta ocen, ki bi jih izdajala takšna agencija;
- denarne spodbude so motivacija za zaposlene in njihovo dobro delo, zato je vprašljivo, kako bi lahko nova bonitetna agencija pritegnila visoko usposobljene analitike, ki so nujno potrebni za kvalitetne ocene in izgradnjo ugleda;

- sploh ocene evropskih držav bi bile verjetno na trgu sprejete z določeno mero skepse, saj bi obstajala možnost za lobiranja in politične pritiske, zaradi česar bi bila njena neodvisnost pod vprašanjem (ta agencija bi lahko preferirala svoje »domače« države, s strani katerih bi bila financirana);
- zmotno bi se lahko ustvarila percepcija, da bi države, ki bi financirale to bonitetno agencijo, tudi odgovarjale za morebitne negativne posledice ocen, izdanih s strani te agencije. V primeru ocen slabše kakovosti bi obstajala nevarnost, da bi se vlagatelji izgovarjali na to, da so bili zavedeni v določeno naložbo s strani držav financerk in bi lahko zahtevali kompenzacijo.

Na prvi pogled se torej ustanovitev agencije, financirane z javnim denarjem, zdi zanimiv predlog, agencija pa bi lahko premostila visoke ovire za vstop na oligopolni trg bonitetnega ocenjevanja s pomočjo povezave z ECB. Možna rešitev za širšo sprejetost in uporabnost bonitetnih ocen te agencije bi lahko bila v sprejetju zakonodaje, po kateri bi bili vlagatelji zavezani uporabiti bonitetne ocene te evropske agencije, saj bi se regulatorne kapitalske zahteve računale izključno na podlagi teh ocen (Beck & Wienert, 2010).

Kljub zanimivosti predloga pa se zdi, da bi naletel na več omejitev in težav, kot pa bi rešil problemov. Konflikt interesov, ki obstaja pri zasebnih bonitetnih agencijah, bi se sicer rešil, odprla pa bi se vrata za nove oblike konfliktov interesov.

4.1.2.2 Evropska bonitetna agencija, financirana s strani vlagateljev

V nasprotju s prvim predlogom javnega financiranja, kjer bi obstajala možnost političnega vpliva, je bila druga ideja ustanovitev od držav neodvisne ustanove, ki bi financirala evropsko bonitetno agencijo (Theurl & Schätzle, 2011). Primer tega predloga je bilo prizadevanje nemške svetovalne družbe Roland Berger, ki je v juniju 2011 kot odgovor na poziv k ustanovitvi evropske bonitetne agencije izrazila interes za razvoj in vzpostavitev takšne ustanove (Pascu & Stan, 2012). Njihova želja je bila poiskati zadostno število vlagateljev, ki bi podprli to idejo, pri čemer so predvidevali, da bi se v petih do sedmih letih takšna novoustanovljena bonitetna agencija uveljavila na trgu, vlagatelji pa bi bili na ta način poplačani (Düker, 2012, str. 24).

Ta predlog bi spremenil večinsko uporabljen poslovni model bonitetnih agencij, saj za oceno ne bi plačevali izdajatelji, ampak vlagatelji, s čimer bi se izognili eni obliki navzkrižja interesov, ob tem pa bi vzniknile nove oblike. Ker so vlagatelji večinoma zainteresirani za bolj konservativne in stabilne ocene z malo znižanji, obstaja tveganje, da bi bile ocene prenizke oziroma da bi bila znižanja uporabljena le redko in ko bi bilo že prepozno. Zaradi omenjenega konflikta interesov je vprašljivo, koliko bi ta model izboljšal kvaliteto ocen (Theurl & Schätzle, 2011). Poleg tega je tu spet vprašanje glede pridobivanja dobrih analitikov in njihove ustrezne kompenzacije, saj izdelava kvalitetnih

bonitetnih ocen potrebuje veliko usposobljenega osebja. Postavlja pa se tudi vprašanje, zakaj bi bili vlagatelji pripravljeni plačevati za nekaj, kar je bilo do sedaj za njih večinoma brezplačno. Zaradi vseh teh vprašanj je bila tudi ta ideja opuščena, saj je bilo le nekaj vlagateljev pripravljeno vložiti denar v takšen projekt (Düker, 2012, str. 25).

4.1.2.3 Kako so se obnašale že obstoječe evropske bonitetne agencije?

Oba zgornja predloga imata nekatere pozitivne točke, ki bi rešile težave obstoječega sistema delovanja bonitetnih agencij, vendar pa ob tem oba predloga ustvarjata tudi nekatere nove težave in pomisleke, zaradi česar se noben od njiju ne zdi ustrezen za reševanje problema evropske bonitetne agencije. Ob tem pa je potrebno poudariti, da evropske bonitetne agencije že obstajajo in so obstajale tudi že v času, ko so ti predlogi vzniknili. ESMA navaja bonitetne agencije, ki so registrirane in certificirane v skladu z regulativo, med njimi so tudi takšne s sedežem v Evropi. Te sicer niso tako velike in tako poznane kot tri največje agencije, jih je pa zato kar nekaj. Ena izmed takih je Feri EuroRating Services AG (v nadaljevanju Feri), nemška bonitetna agencija (Bartels & di Mauro, 2013).

Feri ima več kot dve desetletji izkušenj pri izdelavi bonitetnih ocen za razvite države in za izbrana razvijajoča se gospodarstva. Bonitetne ocene držav so nenaročene in pri izdelavi le-teh naj bi bile uporabljene le javno dostopne informacije. Uporabljajo model, kjer ocene prodajajo vlagateljem. Bartels in di Mauro (2013) sta analizirala delovanje te agencije, sicer največje nemške bonitetne agencije, in ugotovila, da ima ta težnjo k negativni sosedski pristranskosti, saj je bila v primerjavi z njenimi anglosaksonski tekmeci strožja do evropskih držav ter jim hitreje in agresivneje nižala ocene v času krize. Poleg tega je bila agencija Feri pri nižanju ocen držav iz naložbenega v špekulativni razred hitrejša od glavnih treh agencij, prav tako pa je bilo pri tej agenciji opaziti tudi več obratov, ko je bila bonitetna ocena zvišana nazaj v naložbeni razred. Iz njunih spoznanj se zdi, da so bile ocene agencije Feri manj stabilne, vendar tudi manj podvržene črednemu nagonu kot ocene glavnih treh agencij. Ugotovila sta tudi, da so bile ocene agencije Feri pri razvijajočih se gospodarstvih manj stroge od ocen glavnih bonitetnih agencij. Zapisano kaže na možnost, da bi bile evropske države deležne še strožje obravnave s strani evropske bonitetne agencije kot pa s strani ameriških agencij. Verjetno pa Feri ni tisto, kar so politiki imeli v mislih, ko so pozivali k ustanovitvi evropske bonitetne agencije, gre namreč za zasebno, majhno in samostojno agencijo, katere glavna skrb je verjetno zadovoljstvo strank in ugled, regulatorna vprašanja ali politični pritiski niso njihova skrb, zato se lahko njihove ocene štejejo za dokaj nepristransko evropsko stališče. Je pa potrebno upoštevati, da je bila ta analiza omejena na eno samo, sicer največjo nemško, evropsko bonitetno agencijo, zato na njeni podlagi ni mogoče podajati sklepov, da bi oziroma da so se vse bonitetne agencije s sedežem v Evropi obnašale podobno kot Feri.

4.2 Predlogi sprememb v delovanju bonitetnih agencij

4.2.1 Vrnitev k modelu, kjer za oceno plačuje vlagatelj

Ena od glavnih kritik delovanja bonitetnih agencij je plačevanje za ocene s strani izdajateljev, saj tovrsten model krepi nasprotja interesov in posledično ustvarja tveganja za nižjo kakovost bonitetnih ocen. Sprememba modela, obravnavana v tej točki, bi ponovno obudila problem zastonjkarstva, ki je bil med glavnimi razlogi za spremembo v preteklosti (Portes, 2008). Ker je model, kjer za oceno plačuje vlagatelj, nagnjen k neupravičenemu okoriščenju, obstaja možnost, da bi bile agencije soočene z nezadostnimi prihodki iz naslova naročnin, posledično pa z nezadostnimi sredstvi za namene raziskav in analiz (Deb et al., 2011, str. 18). V primeru večje konkurence v panogi obstaja možnost, da bi bil problem zastonjkarstva še bolj izpostavljen, saj bi bil na voljo še večji nabor informacij do katerih bi nekateri vlagatelji poskušali prihajati zastonj. Četudi bi bilo mogoče omejiti brezplačni dostop določenih uporabnikov do bonitetnih ocen, pa bi to imelo za posledico zmanjšanje njihove informacijske vrednosti (Theurl & Schätzle, 2011), kar pa ni v interesu izdajateljev, saj širše dostopna bonitetna ocena povečuje nabor možnih vlagateljev. Ob omejenem dostopu do bonitetnih ocen izdajatelj namreč težje najdejo vlagatelje v svoje instrumente (Düker, 2012, str. 28).

Omejevanje dostopa se zato ne zdi optimalna rešitev. Da bi se izognili izpadu dohodka agencij iz naslova problema zastonjkarstva, bi se lahko uvedel nek davek, ki bi ga plačali vlagatelji, iz tega naslova pa bi se financirale bonitetne ocene. Uvedba takšnega modela bi bila sicer draga in zahtevna, zahtevala pa bi tudi ustrezen nadzor in spremljanje. V prvi vrsti bi bilo potrebno določiti primerno višino davka, ki bi ustrezno kompenzirala bonitetne agencije, ob tem pa ne preveč obremenila vlagateljev. Prav tako bi moral regulator ustrezno spremljati bonitetne ocene ter zagotoviti primerne spodbude za natančnost ocen in določiti sankcije v primeru nenatančnosti le-teh, v nasprotnem primeru bi se lahko sicer agencije preveč polenile, v kolikor bi imele zagotovljen dohodek iz naslova pobranega davka ne glede na kvaliteto ocen (Bolton et al., 2009, str. 30; Freixas & Shapiro, 2009).

Na drugi strani pa bodo nekateri vlagatelji še vedno imeli spodbudo, da plačajo za bonitetno oceno tudi, če je zastonjkarstvo mogoče. Za nekatere vlagatelje bodo namreč zaznani stroški zastonjkarstva, kot sta recimo strošek zakasnitve v informacijah ali strošek manjše kvalitete le-teh, presegli strošek nakupa bonitetne ocene. Zmožnost dostopa do dodatnih analiz in drugih spletnih storitev, ki jih zagotavljajo bonitetne agencije, ter možnost direktnih razgovorov z bonitetnimi analitiki so prav tako lahko zadostna spodbuda, da bi vlagatelji plačali naročnino (Deb et al., 2011, str. 19).

V teoriji bi morali biti vlagatelji tisti, ki cenijo nepristranske ocene. Če to drži, je v poslovnem modelu, v katerem bonitetne agencije tekmujejo za naročnine vlagateljev, bolj

verjetno, da dobimo nepristranske in zanesljive ocene kot v modelu, v katerem agencije tekmujejo za provizijo izdajateljev. Vrnitev k modelu, kjer za oceno plača vlagatelj, bi tako lahko odpravila obstoječe navzkrižje interesov v panogi in s tem tudi problem nakupovanja najboljših bonitetnih ocen. Vendar pa so lahko vlagatelji prav tako kot izdajatelji motivirani, da vplivajo na ocene. Vlagatelji lahko npr. želijo nižjo (prvotno) oceno v trenutku izdaje, da na ta način dobijo višji donos, potem pa jim je v korist stalno izboljševanje ocene. Drugačna pa je zgodba z instrumenti, ki so zunaj naložbenega razreda, saj so v tem primeru določeni vlagatelji izključeni, zato je tistim vlagateljem, ki se zanimajo za tak instrument, v interesu, da ima ta ob izdaji oceno, ki pade v naložbeni razred. Zato pri tem modelu prav tako obstaja možnost napihnenih bonitetnih ocen. Če uporabimo to logiko pri ocenah strukturiranih instrumentov, je bila v primeru izdajateljev tovrstnih instrumentov želja po višjih ocenah zgolj odraz povpraševanja vlagateljev (Deb et al., 2011, str. 18; International Monetary Fund, 2010, str. 94; Sy, 2009, str. 22).

Poleg tega bi ta model privedel do možnosti novega konflikta interesov. Bonitetne agencije bi se na ta način bolj približale funkciji naložbenih svetovalcev, saj bi jih plačevali vlagatelji. To je lahko problematično, saj je prvotna naloga agencij ustvarjanje dobrih in kvalitetnih bonitetnih ocen, ne pa svetovanje o naložbah (Lannoo, 2010), tudi same se namreč otepaajo tega, da bi bile njihove ocene obravnavane kot naložbeni nasveti.

Tudi v primeru vrnitve k nekoč že uporabljenemu modelu torej obstaja možnost, da bi kakovost bonitetnih ocen padla, saj ta model prinaša s sabo precej vprašanj in dvomov. Vseeno pa obstajajo primeri, kjer se zdi, da agencije uspešno poslujejo tudi v tovrstnem modelu (npr. Egan-Jones Ratings Company) (Deb et al., 2011, str. 18).

4.2.2 Nefitna bonitetna agencija

Düker (2012, str. 26) omenja tudi idejo družbe Bertelsmann, ene največjih medijskih družb na svetu, ki pa je aktivna tudi v storitvenem sektorju in izobraževanju, katera je predlagala razvoj mednarodne nefitne bonitetne agencije. Bonitetna merila te agencije bi bila zasnovana z namenom povečanja transparentnosti in mednarodnega priznavanja ter prepoznavnosti. V nasprotju z idejo o evropski bonitetni agenciji bi šlo za mednarodno rešitev, delovala bi nefitno in bi se osredotočala le na bonitetne ocene držav. Glavni cilj tega modela je bil združiti interese vlagateljev z javnimi interesi. Ideja je bila, da bi se sredstva, potrebna za kritje tekočih stroškov, vplačala v sklad, ki bi financiral to bonitetno agencijo. Vendar je v aprilu 2012 nemška vlada poudarila, da zavrača uporabo vladnih sredstev za namen nove bonitetne agencije, saj bi trgi to zaznali kot politični vpliv. Kot odgovor na kritike o morebitnih konfliktih interesov so v družbi Bertelsmann poudarjali, da bi struktura upravljanja kot tudi operativni postopki zagotavljali preglednost in legitimnost. Poleg tega je bilo predlagano, da bi se vzpostavil organ za nadzor kakovosti, s čimer bi se zagotovilo, da bi bila metodologija, s katero se oblikujejo ocene, ustrezna in

celovita. Dejstvo, da bi delovala neprofitno, naj bi prav tako povečalo njeno odgovornost in hkrati zmanjšalo tveganja za morebitne konflikte. Mednarodno delovanje kot tudi poudarek na ocenah držav bi lahko olajšal vzpostavitev in uveljavitev tovrstne bonitetne agencije, vendar pa kot pri vsakem predlogu tudi tu obstajajo nekatere šibke točke, saj se spet poraja vprašanje, kako bi bonitetne agencije brez profitnega motiva pridobile dobre analitike in če ima neprofitni model zadostne spodbude za dobro opravljanje dela.

4.2.3 Centralna platforma za bonitetne ocene

Mathis, McAndrews in Rochet (2008) so predlagali ustanovitev bonitetne platforme, ki bi ločevala bonitetne agencije od izdajateljev. Izdajatelj, ki bi želel oceno svojega dolga, bi šel na centralizirano klirinško platformo, kjer bi se na podlagi lastnosti dolga (njegove vrste, kompleksnosti izdajatelja ali izdaje itd.) najprej določilo pavšalno plačilo. Ko bi ga izdajatelj poravnal, bi platforma iz vzorca agencij izbrala tisto oziroma tiste, katerim bi dodelila instrument v ocenjevanje. Izbira bi lahko bila naključna (žreb), še boljša pa bi bila sistematična izbira, ki bi temeljila na v preteklosti izkazani splošni kakovosti delovanja bonitetne agencije ter na njenih specifičnih izkušnjah in zgodovinski uspešnosti pri ocenjevanju te vrste dolga primerjalno glede na druge bonitetne agencije (White & Richardson, 2009), eden od dejavnikov pa bi lahko bila tudi ponujena cena.

Če bi platforma lahko uskladila interese izdajateljev in bonitetnih agencij, bi lahko odpravila problem navzkrižja interesov in problem nakupovanja najboljših ocen. Obstaja pa verjetnost, da bi s tem samo nadomestili eno obliko konflikta interesov z drugo, saj obstaja možnost, da bi te platforme prav tako pritiskale na bonitetne agencije, da te izdajo dobre ocene, saj bi same s tem povečale svoj posel, ko bi se pri njih trgovalo z več ocenami instrumentov (Freixas & Shapiro, 2009), prav tako bi platforma lahko favorizirala določene agencije, če kriteriji za dodeljevanje ne bi bili dovolj natančno specificirani. Da bi se zmanjšala možnost neželenih vplivov, stranke ne bi smele direktno plačevati bonitetnim agencijam, niti predhodno niti naknadno. Da bi preprečili novo obliko konflikta interesov bi zgoraj omenjena platforma lahko potekala tudi preko oziroma v okviru regulatorja, kjer bi stranka plačala regulatorju, ta pa bi nato razporejal/dražil ocene med konkurenčne bonitetne agencije (Buiter, 2009).

White in Richardson (2009) menita, da bi ta model v obliki, kjer bi izbira potekala preko regulatorja, hkrati reševal:

- problem zastojkarstva, ker bi izdajatelj še vedno plačeval za oceno;
- konflikt interesov, ker bi regulatorni organ izbral agencijo;
- težave glede konkurence, ker bi izbira regulatorja lahko temeljila na izkazani stopnji odličnosti, s čimer bi bile agencije spodbujene k vlaganju, inovacijam in opravljanju kakovostnega dela.

Bi pa ta model delovanja položil ogromno zaupanja v sposobnost regulatorja za spremljanje in ocenjevanje uspešnosti bonitetnih agencij, kar pa bi bilo povezano z ogromnimi stroški.

4.2.3.1 Evropski bonitetni sklad

Konkreten predlog v tej smeri sta podala dva profesorja iz Univerze v Pforzheimu. Njuna ideja je bil ustvariti evropski bonitetni sklad, ki bi rešil problem glede navzkrižja interesov. Bonitetna naročila bi bila dana v sklad in bonitetna agencija z najugodnejšo ponudbo bi dobila posel, stranki v poslu pa ne bi prišli v medsebojni stik. S tem menita, da bi se tveganje za preveč prizanesljive ocene zmanjšalo na minimum (Beck & Wienert, 2010).

Plačilo za oceno bi se opravilo z denarjem iz sklada, katerega bi predhodno deponiral tisti, ki bi naročil bonitetno oceno. Beck in Wienert (2010), avtorja tega predloga, navajata, da bi bili tudi vlagatelji vključeni, preko pravne zavezanosti ali prostovoljno, v financiranje teh bonitetnih ocen, saj visoka kakovost ocen koristi tudi njim. Prav tako pa bi se na ta način nekoliko izravnale različne težnje vlagateljev in izdajateljev. Vse bonitetne agencije, ki bi izpolnjevale merila glede kakovosti, bi pridobile akreditacijo sklada in bi lahko oddale ponudbe za izdajo bonitetnih ocen. To bi zmanjšalo vstopne ovire ter hkrati odprlo trg za manjše in še neznane bonitetne agencije, ki pa bi morale izpolnjevati določena merila za sodelovanje. Poleg meril kakovosti, nujnih za sodelovanje, bi se izvajali tudi redni pregledi kvalitete dela bonitetnih agencij in v primeru pomanjkljive kakovosti bi lahko sklad določene bonitetne agencije začasno izključil iz postopka oddajanja ponudb.

Zdi se, da bi ta predlog lahko uspel odpraviti navzkrižja interesov in se izogniti problemu nakupovanja najboljših bonitetnih ocen, saj naročnik tako ne bi vedel, kdo je izdelal njegovo oceno. Vendar pa obstajajo resna vprašanja o izvedljivosti tudi tega predloga:

- če naročnik ne ve, katera bonitetna agencija ga ocenjuje, in bonitetna agencija ne ve, koga ocenjuje, potem slednja ne bi mogla priti do informacij, potrebnih za izdelavo ocene. Vprašljivo je namreč, če bi bil naročnik tovrstne zaupne informacije pripravljen predati nekemu posredniku;
- če bi samo agencija vedela, kdo je na drugi strani, naročnik pa ne, je vprašanje, kako bi agencija lahko prišla do informacij, ki presegajo tiste javno dostopne, saj se postavlja isto vprašanje kot v prejšnji alineji. V kolikor bi želela priti do teh informacij, bi verjetno morala stopiti v stik z naročnikom, kar bi spet odprlo vrata za možna tveganja;
- najugodnejša ponudba ne bi bila nujno podana s strani najboljših agencij, saj imajo te zaposlene drage analitike in tako poceni ponudb morda niso pripravljene dati. Sklad bi sicer »*ex-post*« *preverjal kakovost bonitetnih ocen, ampak ta je včasih težko določljiva;*
- novo ustanovljene agencije bi prav tako lahko imele težave pri pridobivanju posla, saj bi se pri dodeljevanju licenc upoštevale tudi pretekle izkušnje in kvaliteta ocen;

- implementacija takšnega modela bi bila zahtevna, saj gre za elementarno spremembo strukture trga bonitetnega ocenjevanja (Düker, 2012, str. 28);
- vprašanje je tudi, če bi bili izdajatelji, vlagatelji in bonitetne agencije pripravljeni prostovoljno sodelovati pri takem konceptu in ali bi nastala potreba po obsežnih zakonskih predpisih (Düker, 2012, str. 28).

Če povzamemo, lahko ugotovimo, da je ta predlog našel rešitev za enega od glavnih problemov, toda hkrati bi bila izvedljivost te kompleksne ideje zahtevna.

4.2.4 Večja odgovornost bonitetnih agencij

Predlogi so šli tudi v smeri uvedbe sankcij za bonitetne agencije, katerih ocene se izkažejo za slabo kakovostne oziroma zavajajoče. Napačne bonitetne ocene lahko imajo namreč takojšen in močan vpliv na delovanje ter učinkovitost finančnih trgov, ta vpliv pa bi zajezili preko odgovornosti agencij za njihove ocene, katera bi jih spodbudila k izdaji čim kakovostnejših ocen (Ryan, 2012, str. 5).

Bonitetne agencije na drugi strani poudarjajo, da so njihove bonitetne ocene le ocene bodoče plačilne sposobnosti izdajatelja oziroma izdaje. Iz tega razloga je odgovornost agencij do sedaj omejena le na očitne zlorabe v zvezi z oblikovanjem ocene. Uvedba splošne odgovornosti bi lahko privedla do množičnih zahtev po odgovornosti bonitetnih agencij, tudi v primerih, ko dejansko ne bi prišlo do nobene kršitve. To bi lahko še dodatno omejilo informacijsko vrednost bonitetnih ocen, brez dviga v kakovosti le-teh, saj bi v svojem bistvu še vedno šlo za ocene. Uvedba splošne odgovornosti bi tako lahko vodila do propada bonitetnih agencij, saj bi te zaradi nevarnosti visokih sankcij prenehale izdajati ocene oziroma bi jih izdajale le v omejenem obsegu in v primerih, ko bi bile prepričane v njihovo točnost. To pa bi bile verjetno le redko, saj vendarle gre za mnenja o nekih prihodnjih nepredvidljivih dogodkih. Omejeno izdajanje ocen, predvsem v primeru tistih bolj tveganih izdajateljev oziroma izdaj, kjer bi obstajala večja možnost za napačne ocene, bi povečala asimetrijo informacij in s tem vodila do višjih stroškov izposojanja oziroma višjih zahtevanih donosov (Portes, 2008; Theurl & Schätzle, 2011).

Če povzamem, lahko ugotovimo, da je uvedba večje odgovornosti bonitetnih agencij dobra ideja na prvi pogled, v to smer so bili tudi že narejeni nekateri koraki, vendar pa se ob podrobnem pregledu predloga pokažejo tudi možni negativni učinki, ki lahko presežejo koristi njegove uvedbe, zato je pri uvajanju večje odgovornosti potrebno biti previden.

4.2.5 Odprava regulatornih licenc

Vezana pravnih predpisov na bonitetne ocene lahko privede do malomarnosti in površnosti pri lastnih analizah ter do čezmerne zanašanja na ocene, čeprav te ne bi smele

nadomeščati individualne odgovornosti vlagateljev (Theurl & Schätzle, 2011). Zaradi tega so se pojavili predlogi v smeri zmanjšanja pomena bonitetnih ocen v finančni regulativi.

Nekateri so zato predlagali ukinitve uradnega statusa bonitetnih agencij in posledično odpravo regulatornih licenc. Njihove ocene namreč nosijo moč zakona, medtem ko agencije trdijo, da gre le za njihova mnenja. Predlogi so šli v smeri, da agencije ne bi pridobile uradnega statusa, ampak bi se samo registrirale pri regulatorjih, na katere bi tako padlo večje breme, za kar bi ti potrebovali večji proračun. Cilj regulatorja bi še vedno bila varnost finančnih institucij, vendar bi te imele več svobode in fleksibilnosti pri tem, kje lahko poiščejo nasvet, saj bi imele možnost, da pridobijo nasvet iz virov, za katere same menijo, da so najbolj zanesljivi. Vire kreditnih informacij bi presojale na podlagi referenc, poslovnega modela, morebitnih drugih dejavnosti, potencialnih konfliktov interesov ipd., izbor pa bi morale utemeljiti regulatorju (Portes, 2008; White & Richardson, 2009).

Umik predpisov, ki temeljijo izključno na bonitetnih ocenah, bi lahko prinesel naslednje prednosti (Goodhart, 2008; Deb et al., 2011, str. 16):

- ne glede na to, kako natančne so bonitetne ocene, se kreditne kvalitete naložb ne sme ocenjevati ločeno drugo od druge, zaradi česar bi ta sprememba lahko povzročila, da bi se naložbe ocenjevale bolj v kontekstu celotnega portfelja in ne vsaka zase, kot je to dostikrat praksa pri uporabi bonitetnih ocen;
- zmanjšanje zakonskih oziroma regulatornih posledic bonitetnih ocen bi odstranilo glavni pritisk na inflacijo bonitetnih ocen;
- večja odgovornost bi padla na menedžerje in direktorje, ki bi bili pod očmi veliko širše palete zunanjih opazovalcev, zaradi česar bi poiskali pomoč strokovnjakov, katerih presoja bi prinesla dragoceno konkurenco trgu bonitetnih storitev;
- zmanjšala/omilila bi se možnost negativnih učinkov na trgih, ko so nekateri udeleženci prisiljeni v prodaje instrumentov, katerih ocena pade pod določen nivo.

Vlagatelji bi še vedno lahko uporabljali bonitetne ocene kot vložek v lastnih analizah tveganja, ne bi pa te analize slonele izključno na bonitetnih ocenah. Bi pa to pomenilo dodatno delo za nadzornike in regulatorje, ki bi morali skrbno preverjati ustreznost postopkov za ocenjevanje kreditnega tveganja. Možna rešitev bi bila tudi delna odprava vezave na regulativo, kot npr. dvig kapitalskih zahtev samo za naložbe, ki niso interno ocenjene, ali omejitev dovoljenega deleža portfelja, katerega analiza lahko temelji le na bonitetnih ocenah (Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings, 2015, str. 2, 4, 6).

Deb, Manning, Murphy, Penalver in Toth (2011, str. 16-17) menijo, da če bi se zanašanje na bonitetne ocene iz naslova različnih regulativnih razlogov zmanjšalo, bi lahko agencije še naprej opravljale svojo osnovno informacijsko funkcijo, s to razliko, da ne bi prišlo do pogubnih učinkov na finančnih trgih in do težav z njihovimi spodbudami. Pomembno pa

je, da so vsi naporji za zmanjšanje odvisnosti od bonitetnih ocen podprti z ustrezno preglednostjo izdajateljevih informacij, tako da se omogoči zasebne analize s strani čim širšega kroga udeležencev na trgu. Omenjajo tudi možnost, da bonitetnih analiz ne bi opravljale bonitetne agencije, kot jih poznamo, ampak neke druge vrste agencij, ki bi opravljale analize izključno z vidika skladnosti z regulativo. Na prvi pogled se zdi, da bi lahko tudi spremembe tovrstnih ocen povzročale negativne učinke na finančnih trgih, vendar bi se to lahko preprečilo s tem, da bi bile te ocene namenjene izključno regulatorju in se za druge namene na finančnih trgih ne bi uporabljale, posledično pa njihove spremembe ne bi imele neposrednih posledic zunaj regulativnega okvira. Bi bil pa precejšen izziv zagotoviti omejen vpliv teh ocen, ki ne bi presegal regulativnega okvirja.

Naj dodam, da so bile tako v EU kot v ZDA sprejete določene zakonske podlage za manjšo odvisnost od bonitetnih ocen preko odprave oziroma zmanjšanja regulative, vezane nanje.

Poleg omejitve predpisov bi se lahko omejilo tudi sistematično zanašanje na bonitetne ocene v zasebnem sektorju, kjer se te uporabljajo kot sprožilci v različnih pogodbah in kot smernice upravljavcem skladov. Upravitelji velikih investicijskih skladov bi izvajali lastne analize kreditnega tveganja, medtem ko bi upravitelji manjših skladov morali razkriti, v kolikšni meri se zanašajo na ocene bonitetnih agencij (Deb et al., 2011, str. 16-17), saj se njihovi uporabi zaradi omejenih sredstev v celoti ne bi mogli odpovedati (Kiff, 2010).

4.3 Nekateri ostali predlogi sprememb v delovanju bonitetnih agencij

4.3.1 Plačilo glede na uspešnost

Pri tem predlogu bi bil le manjši del provizije plačan vnaprej, medtem ko bi preostali del agencija zaslužila skozi daljše časovno obdobje, v kolikor bi se ocena izkazala za točno oziroma ustrezno (International Monetary Fund, 2010, str. 94). Težava za agencije bi lahko bila v nezadostnih sredstvih za sprotni razvoj, saj bi večino provizije prejele šele kasneje. Medtem ko stroški za agencijo nastanejo takoj, pa bi njena nagrada prišla precej pozneje ali pa bi celo ostala brez nje. Težavno je tudi ocenjevanje točnosti oziroma ustreznosti posamezne bonitetne ocene, saj ta ni vedno jasno razvidna (Organisation for Economic Co-operation and Development, 2010, str. 8), zato bi bilo potrebno točno definirati, kaj pomeni, da je ocena točna in v kakšnem obdobju bi bila merjena njena ustreznost.

4.3.2 Objava razpona tveganja

Nekateri avtorji so predlagali, da bi agencije morale zagotoviti oceno možnega razpona tveganja za vsak instrument, še posebej za strukturirane (Portes, 2008). S tem bi same imele neko rezervo za napake oziroma nihanja v njihovih ocenah (Goodhart, 2008), ob tem pa bi bili tudi vlagatelji opozorjeni na možna nihanja.

4.3.3 Predhodno zadržanje bonitetnih ocen slabše kvalitete

Huntov (2008, str. 66) predlog je bil, da bi moral regulator predhodno potrditi določen nov instrument, preden bi lahko bonitetna ocena za ta instrument postala uporabna v regulativi. Ta predlog se zdi bolj namenjen prepovedi določenih vrst ocen, ne pa zmanjšanju pretiranega zanašanja vlagateljev nanje, prav tako pa tudi optimistično predvideva, da bi bil regulator sposoben vnaprej predvideti, če bo lahko določen instrument dovolj kvaliteten ovrednoten, pristop je namreč namenjen preprečevanju izdajanja nizko kakovostnih ocen.

4.3.4 Pristop razkrij ali povrni pri ocenjevanju novih instrumentov

Hunt (2008, str. 53-54) je predlagal tudi uvedbo zahteve, da agencije povrnejo dobiček, pridobljen iz naslova izdaje ocen kompleksnih instrumentov, če se izkaže, da je kvaliteta teh ocen pod določenim nivojem, razen če agencije vnaprej razkrijejo njihovo nižjo kakovost (angl. *Disclose or Disgorge Approach*). Ta predlog bi odpravil spodbudo agencij za prikrito izdajo ocen nizke kakovosti, ob tem pa bi omogočal vlagateljem, da sami odločajo, ali bodo uporabili ocene nizke kakovosti (za vlagatelje, ki niso dobri pri lastni presoji tveganj, bi bile tudi takšne ocene lahko uporabne) ali ne, ob tem pa odpravlja tudi potrebo po preiskovanju motivov agencij pri izdajah. Prav tako predstavlja manj administrativnega dela v primerjavi s predlogom, po katerem bi morali regulator nove instrumente in njihove ocene vnaprej odobriti.

Pristop razkritja ali povrnitve se razlikuje od pristopov, ki temeljijo na odgovornosti za prevare oziroma malomarnost, saj (Hunt, 2008, str. 61):

- ne nalaga preiskave motivov agencij ob izdaji ocene;
- temelji na končni ugotovljeni kakovosti bonitetne ocene namesto na preiskavi, ali bi se bonitetno oceno v času izdaje lahko označilo kot napačno ali ne;
- predpostavlja povrnitev dobička namesto plačila odškodnine.

4.3.5 Potrditev in pregled modelov bonitetnih agencij s strani regulatorja

Potrjevanju modelov se regulatorji izogibajo, saj v primeru napačnih ocen posledično priznajo lastne napake. Vprašljivo je tudi, ali regulatorji v celoti razumejo modele agencij, da bi jih lahko primerno ovrednotili (Organisation for Economic Co-operation and Development, 2010, str. 12).

4.3.6 Plačilo agencijam v instrumentih, ki jih te ocenjujejo

Buiter (2009) je predlagal, da bi del plačila bonitetnim agencijam moral biti v instrumentih, ki jih te ocenjujejo, katere bi morale držati v posesti do zapadlosti. Tudi

Partnoy (2009) je podobno predlagal, da bi bonitetne agencije morale imeti deleže v instrumentih, ki jih ocenjujejo z visokimi bonitetnimi ocenami, kjer je večja možnost napak, vendar je malo verjetno, da bi imele vse bonitetne agencije dovolj kapitala za kritje morebitnih izgub iz tega naslova (International Monetary Fund, 2010, str. 94).

4.3.7 Bonitetne ocene kot javna dobrina

Nekateri trdijo, da bi morale biti dobrine, ki so v javnem interesu, tudi javno financirane, vendar pa obstajajo očitne ovire, ki preprečujejo učinkovito nacionalizacijo agencij (Portes, 2008), nekaj teh je bilo že omenjenih v točki 4.1.2.1, ki je obravnaval predlog javno financirane evropske bonitetne agencije. Državni poseg na to področje tako prinaša številne težave (Deb et al., 2011, str. 20):

- ustvarila bi se lahko percepcija, da bo država prevzela tudi odgovornost za vse (negativne) posledice svojih bonitetnih odločitev;
- izrinile bi se lahko lastne analize kreditnega tveganja, posledično pa bi se zmanjšala raznolikost kreditnih analiz, ob tem pa bi se še povečalo zanašanje na bonitetne ocene;
- državne agencije bi najverjetneje bile zelo dovzetne za zasebna lobiranja in politične pritiske, saj bi njihove odločitve nosile tudi določene politične posledice;
- zaradi odsotnosti profitnega motiva bi takšna agencija imela manj spodbud za inovacije in upravljanje svojih stroškov, zaradi česar bi lahko padla učinkovitost;
- v kolikor bi šlo za javno agencijo, ki bi delovala na nadnacionalni ravni (primer javno financirane evropske bonitetne agencije), bi bilo ustanavljanje takšne agencije težavno, saj bi bilo potrebno veliko mednarodnega sodelovanja in zaupanja (Gavras, 2012).

4.3.8 Standardizacija ocen med bonitetnimi agencijami

Zaradi omenjenih težav so nekateri opazovalci predlagali standardizacijo ocen bonitetnih agencij, katera pa prav tako postavlja mnoga vprašanja. Če ta standardizacija pomeni (Portes, 2008):

- uporabo istega zapisa za dano verjetnost neplačila, to ne reši ničesar, saj lahko vsak pretvori npr. oceno agencije Moody's v S&P oceno;
- poenotenje modelov vrednotenja, bi se s tem odpravila konkurenca, vendar ne v celoti, saj bi agencije še vedno lahko vstavile različne podatke v isti model, vendar bi se potem v primeru različnih ocen porajalo vprašanje, zakaj se podatki razlikujejo.

Goodhart (2008) tudi poudarja, da so modeli, ki jih agencije uporabljajo, zaščiteni in agencije bodo spodbujene, da vlagajo v njihove izboljšave samo, če bodo ti v večini ostali zaupni in v njihovi lasti.

4.4 Pogled na možne spremembe v modelu delovanja bonitetnih agencij

Bonitetne agencije, še posebej glavne tri, so si z leti pridobile izjemno moč na finančnih trgih, zaradi česar bo, vsaj po mojem mnenju, reformo, ki bi spremenila model njihovega delovanja, v bližnji prihodnosti težko izpeljati, sploh ob dejstvu, da obstoječi model več kot očitno ustreza tako agencijam kot izdajateljem. Drugo težavo vidim v dejstvu, da po tem, ko krizni časi minejo, zagon za izpeljavo reform navadno usahne, vse dokler ne pride do nove krize, ko zagovorniki reform zopet dobijo zagon. So pa v Evropi zagotovo bili narejeni nekateri koraki naprej v smeri večje preglednosti njihovega delovanja in poskusi v smeri omejevanja konfliktov interesov, ki nastajajo pri njihovem delovanju, vendar pa sam težko sodim, kakšne rezultate so ti ukrepi prinesli v praksi. Tretja težava pa je v tem, da nobeden izmed alternativnih predlogov delovanja bonitetnih agencij ni brez slabosti, saj večina na eni strani sicer rešuje obstoječi konflikt interesov, a prinaša novega oziroma nove oblike konflikte interesov ali druge slabosti. Osebnostno se mi še najboljši zdi predlog ustanovitve centralne platforme, preko katere bi potekal izbor bonitetne agencije, in sicer iz razloga, ker bi se na ta način (predvidoma) omejila interakcija med naročnikom in bonitetno agencijo, s tem pa tudi zmanjšala možnost za manipulacije. Bi pa uvedba takšne spremembe predstavljala velik izziv, tako zaradi nekaterih odprtih dilem, izpostavljenih v točki 4.2.3, kot tudi zaradi dejstva, da bi se s tem popolnoma spremenil način delovanja tega trga, zato obstaja vprašanje, če bi udeleženci bonitetnega procesa na takšno spremembo prostovoljno pristali.

Tudi zmanjšanje odvisnosti od bonitetnih ocen na račun uveljavitve drugih tržnih mer, ki odražajo kreditno tveganje, se mi ne zdi posebej realna, na eni strani zaradi njihove volatilnosti, na drugi pa tudi zaradi dejstva, da lahko te mere poleg kreditnega odražajo tudi druge dejavnike. Zasledil sem npr. idejo, da bi lahko bile alternativa bonitetnim ocenam tudi ocene deželnega tveganja, ki jih izdaja Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj. Prva omejitev teh ocen je v tem, da so na voljo samo za države, druga pa v dejstvu, da ta ocena ne odraža (samo) kreditnega tveganja. Več možnosti pa vidim v smeri komplementarne uporabe bonitetnih ocen in drugih mer kreditnega tveganja.

SKLEP

Glavni namen magistrskega dela je bil preko zgodovinskega razvoja panoge preučiti razloge za prevlado treh največjih bonitetnih agencij, katerih (prevelika) moč in vpliv sta bila med vzroki za nastanek krize, ob tem pa analizirati prednosti in slabosti, ki bi jih, v želji po zmanjšanju dominacije velikih treh, prinesli ukrepi v smeri večje konkurence v panogi. V luči tega sem preučil tako predlog ustanovitve evropske bonitetne agencije kot tudi nekatere ostale predlagane spremembe, ki so vzniknile z namenom izboljšanja njihovega delovanja in povečanja njihove verodostojnosti, s čimer bi se morda preprečile ali pa vsaj omilile bodoče krize. S pomočjo analize poslovnih modelov kot tudi finančnih

podatkov sem skušal pojasniti vlogo bonitetnih agencij pri nastanku globalne finančne krize, predvsem z vidika motivov pri njihovem delovanju, sploh v letih neposredno pred krizo, in konfliktov interesov, ki so pri tem nastajali. Analiziral sem tudi njihovo vlogo v razmahu evropske dolžniške krize, med drugim preko primerjave gibanja bonitetnih ocen in razponov pri zamenjavah kreditnega tveganja. Na obravnavo in analizo omenjenih iztočnic so vezana raziskovalna vprašanja, na katera sem tekom naloge skušal odgovoriti.

Zgodovinski pregled razvoja panoge je nakazal, kateri so bili glavni razlogi oziroma dogodki, ki so povečali odvisnost od bonitetnih agencij in vplivali na njihovo veliko moč, ki jo danes uživajo. Prvi tak dogodek je bil v začetku 30-ih let prejšnjega stoletja, ko so začeli regulatorji v večji meri uporabljati bonitetne ocene, sprva kot merilo v lastnih pregledih, kasneje pa se je njihova uporaba tudi uzakonila. Kljub temu pa v obdobju do 70-ih let prejšnjega stoletja agencije niso bile med pomembnejšimi udeleženci finančnih trgov, njihov vzpon se je začel v sredini 70-ih let prejšnjega stoletja z uveljavitvijo statusa NRSRO, do katerega so bili upravičeni le redki izbranci, med njimi so bile seveda glavne tri bonitetne agencije. Ta status je kmalu postal del mnogih predpisov in zakonov, zaradi česar je predstavljal veliko oviro pri vstopu na ta trg, predvsem zaradi nejasnih pravil in selektivnosti pri njegovem dodeljevanju, saj je favoriziral ocene glavnih treh bonitetnih agencij, s čimer je še utrdil njihovo moč. Naslednja pomembna ovira, ki je sicer povezana tudi z njihovo vpetostjo v regulativo, pa je ugled, do katerega novoustanovljene agencije težko pridejo, saj imajo težave pri pridobivanju poslov, v kolikor njihove ocene nimajo mednarodne prepoznavnosti in prepoznavnosti s strani regulatorjev, katero uživajo glavne tri agencije na trgu. Oviro za vstop, vsaj teoretično, predstavljajo tudi izkušnje agencij, ki so že v panogi, kot orožje v boju z novimi vstopniki pa imajo obstoječe agencije na voljo tudi možnost izdajanja nenaročenih bonitetnih ocen. V obravnavani panogi torej obstajajo določene vstopne ovire, ki otežujejo vstop v panogo, s tem pa utrujejo moč obstoječih agencij.

Kot je bilo predstavljeno v nalogi, večinsko uporabljen model delovanja bonitetnih agencij ustvarja možnost za manipulacije ocen, saj za oceno plačuje izdajatelj instrumenta, kateremu je v interesu čim boljša ocena, želja agencije na drugi strani pa je čim višji dobiček, ki pa je odvisen od tega, kako uspešno agencija privablja in zadovolji interese izdajateljev. Cilj agencije v smeri maksimizacije dobička in cilj izdajatelja v smeri čim višje bonitetne ocene tako lahko sobivata in imata skupno rešitev v napihnjenih bonitetnih ocenah. Ta konflikt je dobil nove razsežnosti v letih pred izbruhom krize, ko je vez med izdajatelji in bonitetnimi agencijami postala še tesnejša ter prešla tudi na raven opravljanja storitev svetovanja pri izdajah strukturiranih finančnih instrumentov z namenom, da izdajatelj pridobi čim boljšo oceno za izdani instrument. Ker je bil trg izdajanja tovrstnih instrumentov izjemno koncentriran, so si bonitetne agencije težko privoščile, da ne bi zadovoljile pričakovanj svojih naročnikov, saj bi s tem izgubile tudi zajeten del dobička. Posledica tega so bile preveč optimistične ocene strukturiranih finančnih instrumentov, ki

niso predvidevale možnosti padca cen nepremičnin, prav tako pa so podcenjevale tudi nekatere druge dejavnike, kot npr. korelacijo med neplačili, ki se v kriznih časih močno poveča, ter zmanjšano skrbnost pri odobravanju posojil, na katerih so ti instrumenti temeljili. Ko so se omenjenih dejavnikov zavedle oziroma jih je na to opozoril trg, pa je prišlo do množičnih znižanj bonitetnih ocen teh instrumentov, kateri so pahnili v kaos celoten finančni sistem. Skušnjava napihnenih ocen strukturiranih finančnih instrumentov z namenom povečanja dobička so podlegle vse tri glavne bonitetne agencije, v nalogi pa sem na primeru korporacije Moody's prikazal rast njene dobičkonosnosti v letih pred izbruhom krize, ki je več kot očitno povezana z razmahom strukturiranih finančnih instrumentov. Na podlagi zapisanega je mogoče potrditi tako hipotezo o obstoju konflikta interesov v prevladujočem modelu delovanja agencij kot tudi hipotezo o preoptimističnih ocenah strukturiranih finančnih instrumentov v obdobju pred krizo.

Naslednje raziskovalno vprašanje se je nanašalo na preučitev obstoja alternativ, katere bi izboljšale delovanje trga bonitetnih ocen. Pregled tovrstnih predlogov je pokazal, kako težko je najti izboljšave, katere bi na koncu dejansko pripeljale do večje kakovosti bonitetnih ocen. Pri predlaganih spremembah, ki se na prvi pogled zdijo dobre, se kmalu pokažejo težave oziroma omejitve pri njihovi izvedljivosti. Če se je predlog ustanovitve evropske bonitetne agencije zdel dober, je razmislek kmalu pokazal na možnosti novih konfliktov interesov in političnih vplivov na njeno delo, sploh v primeru financiranja s strani držav članic EU, zaradi česar bi se takšna agencija težko uveljavila na globalnih trgih, saj bi obstajali dvomi o njeni neodvisnosti. Tudi predlogi, kjer bi bila evropska bonitetna agencija financirana s strani zasebnih vlagateljev, pa niso naleteli na plodna tla. Poleg tega primer ene izmed zasebnih evropskih bonitetnih agencij kaže, da je bila ta pri ocenjevanju evropskih držav celo strožja od glavnih treh agencij na trgu. Osebnost se mi, kot že omenjeno v točki 4.4, še najboljši zdi predlog ustanovitve centralne platforme, preko katere bi potekal izbor bonitetne agencije, a bi bil v primeru uvedbe tega modela verjetno potreben poseg regulatorja, saj bi v nasprotnem primeru obstajala možnost pritiskov na agencije, da naj te dodeljujejo čim bolj ugodne ocene, saj bi s tem tovrstne platforme k sebi privabile večje število izdajateljev oziroma vlagateljev, kar pa bi pomenilo večji zaslužek iz naslova provizij. Prav tako je potrebno biti pazljiv pri uvajanju večje odgovornosti agencij, saj je to lahko kontraproduktivno in lahko uniči namen, zaradi katerega te sploh obstajajo. Se pa predlogi in koraki v smeri odprave oziroma zmanjšanja obsega regulative, vezane na bonitetne ocene, zdijo smiselni, a se tudi tu poraja vprašanje, kaj bi bila najbolj primerna alternativa, na katero bi se zanašal regulator pri preverjanju in zagotavljanju finančne trdnosti reguliranih institucij. Na podlagi zapisanega tako te hipoteze ni mogoče potrditi, saj ima vsak izmed obravnavanih predlogov tudi slabosti, zaradi katerih ni mogoče z gotovostjo trditi, da bi kateri od njih prinesel bistvene izboljšave.

Pri uvajanju katerega od ukrepov v smeri povečanja konkurence na trgu bonitetnega ocenjevanja je potrebno biti previden, sploh v primeru ohranitve obstoječega modela

delovanja, kjer za oceno plačuje izdajatelj, saj lahko ukrepi v smeri večje konkurence še zaostrijo prakso nakupovanja najboljših bonitetnih ocen. V pogojih večje konkurence bi se namreč agencije morale bolj boriti za svoje stranke, ob tem pa obstaja strah, da bi to, namesto z razvojem metodologij in nadgradnjo postopkov v smeri večje kakovosti ocen, počele z večjo prizanesljivostjo do izdajateljev, zato obstaja možnost, da bi večja konkurenca dejansko povzročila padec v kvaliteti bonitetnih ocen namesto izboljšanja.

Bonitetne agencije so bile dostikrat obtožene, da so delovale prociklično in v dobrih časih napihovale ocene, v slabih pa jih pretirano zniževale, s čimer so države, ki so jih ta znižanja prizadela, spravile v še težji položaj. Te obtožbe pa se niso pojavljale le v nedavni evropski dolžniški krizi, ampak tudi že prej. Najbolj se zdi, da je v tej smeri v evropski dolžniški krizi ravnala agencija Moody's, katera je za večino obravnavanih držav dolgo držala najvišjo oceno, nato pa jo močno znižala, ponavadi še pod nivo preostalih dveh agencij, v nekaterih primerih tudi v špekulativni razred. Nekateri sicer ta pristop vidijo v luči tega, da Moody's ni želel povzročiti panike na trgih in je zato odlašal z znižanjem, a na podlagi dejstva, da sta do takrat reagirali že obe preostali glavni agenciji, se mi zdi bolj verjeten razlog v tem, da je Moody's preprosto podcenjeval možnost uresničitve scenarija, da razvita EU država ne odplača svojih obveznosti. Ko se je te možnosti zavedel, pa je ostro odreagiralo, s čimer je po mojem mnenju deloval prociklično. Iz zapisanega v nalogi je tako mogoče sklepati, da bonitetne agencije občasno delujejo prociklično, besedo občasno uporabljam zaradi tega, ker ima moja analiza določene omejitve, med drugim ne temelji na dovolj dolgi časovni vrsti podatkov, da bi to lahko z gotovostjo trdil.

Zadnje postavljeno raziskovalno vprašanje se je nanašalo na napovedno moč razponov pri zamenjavah kreditnega tveganj napram bonitetnim ocenam. Iz analize, napravljene na primeru držav PIGS in Slovenije, lahko domnevam, da so razponi pri zamenjavah kreditnega tveganja bolj nakazovali naraščajoče kreditno tveganje v obravnavanih državah, saj so močnejše reagirali že v jeseni 2008, kar je prej, preden so reagirale bonitetne agencije, pa še te reakcije so bile sprva precej mlačne. Mogoče je torej domnevati, da razponi pri zamenjavah kreditnega tveganja bolj odražajo kreditno tveganje in nakazujejo kasnejše reakcije bonitetnih agencij, kljub temu pa je analiza v nalogi, ki sicer ima določene omejitve, pokazala, podobno kot tudi nekatere druge študije, da ne vplivajo samo razponi na bonitetne ocene, ampak obstaja povezava v obe smeri, saj tudi bonitetne ocene vplivajo na razpone. Navkljub temu, da se zdi, da imajo razponi pri zamenjavah kreditnega tveganja večjo informativno vrednost, pa se mi zdi zamenjava bonitetnih ocen s to mero kreditnega tveganja zaradi določenih omejitev, kot je npr. njena volatilnost, težko izvedljiva, kljub nekaterim v nalogi navedenim predlogom, kako bi se le-ta lahko omilila.

Enostavnih rešitev za težave, ki obstajajo na trgu bonitetnega ocenjevanja, torej ni, zaradi česar to dejstvo predstavlja izziv za nadaljnje delo na področju iskanja primernih rešitev za učinkovitejše delovanje bonitetnega trga.

LITERATURA IN VIRI

1. Aduri, S.K. (2010, 9. oktober). Should Credit Rating factor-in Extra-ordinary macroeconomic situation of a nation while upgrading or down grading sovereign rating?. Najdeno 30. marca 2014 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/debates/commentaries/should-credit-rating-factor-extra-ordinary-macroeconomic-situation-nation-while-upgrading-or-down-grading-s>
2. Afonso, A., Furceri, D., & Gomes, P. (2011, junij). Sovereign Credit Ratings and Financial Markets Linkages: Application to European Data. *ECB Working Paper No. 1347*. Najdeno 10. junija 2016 na spletnem naslovu <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1347.pdf?af8437707498f9ee33f5da6775c3460f>
3. *Argentina Credit Rating*. Najdeno 5. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.tradingeconomics.com/argentina/rating>
4. Bartels, B., & di Mauro, B.W. (2013, 4. julij). A rating agency for Europe – A good idea?. Najdeno 25. marca 2015 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/article/rating-agency-europe-good-idea>
5. Bebar, D. (2004). *Azijska finančna kriza* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
6. Beck, H., & Wienert, H. (2010, julij). Brauchen wir eine europäische Rating-Agentur?. *Wirtschaftsdienst*, 90(7), 464-469.
7. Becker, B., & Milbourn, T. (2008, 3. november). Reputation and competition: evidence from the credit rating industry. Najdeno 26. marca 2015 na spletni strani <http://apps.olin.wustl.edu/faculty/milbourn/BeckerMilbournNov32008.pdf>
8. Benmelech, E., & Dlugosz, J. (2009, junij). The Credit Rating Crisis. *NBER Working Paper No. 15045*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
9. Bhatia, A.V. (2002, oktober). Sovereign Credit Ratings Methodology: An Evaluation. *IMF Working Paper 02/170*. Najdeno 5. marca 2015 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02170.pdf>
10. Blanchard, O., Caruana, J., & Moghadam, R. (2009, 6. februar). Initial Lessons of the Crisis. *International Monetary Fund*. Najdeno 5. marca 2014 na spletnem naslovu <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/020609.pdf>
11. Bolton, P., Freixas, X., & Shapiro, J. (2009, Februar). The Credit Ratings Game. *NBER Working Paper No. 14712*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
12. Bongaerts, D., Cremers, K.J.M., & Goetzmann, W.N. (2012, februar). Tiebreaker: Certification and Multiple Credit Ratings. *The Journal of Finance*, 67(1), 113-152.
13. Borensztein, E., Cowan, K., & Valenzuela, P. (2007, april). Sovereign Ceilings “Lite”? The Impact of Sovereign Ratings on Corporate Ratings in Emerging Market Economies. *IMF Working Paper 07/75*. Najdeno 5. marca 2015 na spletnem naslovu <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp0775.pdf>

14. Bugge, A., & Khalip, A. (2011, 3. maj). Portugal agrees on a 78-billion euro EU/IMF bailout. *Reuters*. Najdeno 7. maja 2016 na spletnem naslovu <http://www.reuters.com/article/us-portugal-bailout-idUSTRE7425UP20110503>
15. Buiter, W. (2009, 9. marec). Regulating the new financial sector. Najdeno 30. marca 2014 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/article/regulate-financial-markets-while-we-still-can>
16. Bustelo, P. (2000). Novelties of Financial Crises in the 1990s and the Search for New Indicators. *Emerging Markets Review (Elsevier)*, 1(3), 229-251.
17. Calomiris, C.W. (2008, 2. oktober). The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next. Najdeno 8. marca 2015 na spletnem naslovu <https://www.imf.org/external/np/res/seminars/2008/arc/pdf/cwc.pdf>
18. Chava, S., Ganduri, R., & Ornathanalai, C. (2012, september). Are Credit Ratings Still Relevant?. Najdeno 10. junija 2016 na spletnem naslovu http://ifsid.ca/wp-content/uploads/2012/10/Ornathanalai_AreCreditRatingsStillRelevant.pdf
19. Commission of the European Communities (2008, 12. november). Proposal for a regulation of the european parliament and of the council on credit rating agencies. Najdeno 20. marca 2015 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/proposal_en.pdf
20. Committee on the Global Financial System. (2005, januar). The role of ratings in structured finance: Issues and implications. Najdeno 25. maja 2014 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/publ/cgfs23.pdf>
21. Crnadak, K. (2014). *Bonitetne agencije in državne bonitetne ocene v času evropske dolžniške krize* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
22. Cvečić, I., Host, A., & Zaninović, V. (2012, december). Credit rating agencies and their impact on spreading the financial crisis on the eurozone. *Economic Thought and Practice*, 21(2), 639-662.
23. Danielsson, J. (2008, 8. maj). Blame the models. Najdeno 30. marca 2014 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/article/blame-models>
24. De la Dehesa, G. (2007, 19. oktober). How to avoid further credit and liquidity confidence crises. Najdeno 30. marca 2015 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/article/avoiding-future-credit-crises>
25. Deb, P., Manning, M., Murphy, G., Penalver, A., & Toth, A. (2011, marec). Whither the credit ratings industry?. *Financial Stability Paper No. 9*. London: Bank of England.
26. Dittrich, F. (2007, junij). The Credit Rating Industry: Competition and Regulation. Najdeno 20. maja 2015 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=991821
27. Düker, S. (2012). The role of rating agencies within the European debt crisis (Bachelor thesis). Twente: Westfälische-Wilhelms-Universität Münster. Najdeno 5. maja 2016 na spletnem naslovu http://essay.utwente.nl/62045/1/Bachelor_thesis,_Stephanie_D%C3%BCker.pdf

28. Efig, M., & Hau, H. (2013, 18. junij). Corrupted credit ratings: Standard & Poor's lawsuit and the evidence. Najdeno 25. marca 2015 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/article/corrupted-credit-ratings-standard-poor-s-lawsuit-and-evidence>
29. European Commission (2015, december). Study on the Feasibility of Alternatives to Credit Ratings. Najdeno 5. junija 2016 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/docs/151201-study_en.pdf
30. Eurostat. (2016a). Stopnje rasti realnega BDP po državah. Najdeno 5. maja 2016 na spletnem naslovu <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=t ec00115&plugin=1>
31. Eurostat. (2016b). Stopnje brezposelnosti po državah. Najdeno 5. maja 2016 na spletnem naslovu [http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/File:Table_2_Unemployment_rate,_2003-2014_\(%25\).png](http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/File:Table_2_Unemployment_rate,_2003-2014_(%25).png)
32. Eurostat. (2016c). Deleži proračunskega salda v BDP po državah. Najdeno 5. maja 2016 na spletnem naslovu <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=teina200>
33. Eurostat. (2016d). Deleži bruto javnega dolga v BDP po državah. Najdeno 5. maja 2016 na spletnem naslovu <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=teina225&plugin=1>
34. Ferri, G., Liu, L.-G., & Stiglitz, J.E. (1999). The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis. *Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena SpA*, 28(3), 335-355.
35. FIM FP Equity. (b.l.). V *Podatkovna baza Bloomberg*. Najdeno 4. marca 2016.
36. Fitch Ratings. (2014, december). Definitions of Ratings and Other Forms of Opinion. Najdeno 5. aprila 2015 na spletnem naslovu https://www.fitchratings.com/web_content/ratings/fitch_ratings_definitions_and_scales.pdf
37. Flandreau, M., & Gaillard, N. (2009, 26. junij). Icarus' syndrome: Rating agencies and the logic of regulatory license. Najdeno 26. marca 2014 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/article/rating-agencies-and-logic-regulatory-license>
38. Freixas, X., & Shapiro, J. (2009, 18. marec). The credit rating industry: Incentives, shopping and regulation. Najdeno 29. marca 2014 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/article/troubles-credit-rating-industry>
39. Froeba, M. (2010, 2. junij). Testimony of Mark Froeba Before the Financial Crisis Inquiry Commission. Najdeno 5. maja 2015 na spletnem naslovu http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-testimony/2010-0602-Froeba.pdf

40. Fulghieri, P., Strobl, G., & Xia, H. (2010, december). The Economics of Solicited and Unsolicited Credit Ratings. Najdeno 1. marca 2014 na spletnem naslovu http://cn.ckgsb.com/Userfiles/doc/PaoloFulghieri_15Nov2011.pdf
41. Gaillard, N. (2012). *A Century of Sovereign Ratings*. Springer: New York.
42. Gaillard, N. (2013, 9. september). Credit rating agencies and the Eurozone Crisis: What is the value of sovereign ratings?. Najdeno 25. marca 2014 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/article/credit-rating-agencies-and-eurozone-crisis-what-value-sovereign-ratings>
43. Gaillard, N. (2014, april). How and Why Credit Rating Agencies Missed the Eurozone Debt Crisis. *Capital Markets Law Journal*, 9(2), 121-136.
44. Gavras, P. (2012, marec). Ratings Game. *Finance & Development*, 49(1), 34-37.
45. Goodhart, C.A.E. (2008, 5. december). The Financial Economists Roundtable's statement on reforming the role of SROs in the securitisation process. Najdeno 30. marca 2014 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/article/credit-rating-agencies>
46. Gorton, G. (2008, september). The Panic of 2007. *NBER Working Paper No. 14358*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
47. Greece 10Y CDS. (b.l.). V Podatkovna baza Bloomberg. Najdeno 4. marca 2016.
48. Greece Credit Rating. Najdeno 5. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.tradingeconomics.com/greece/rating>
49. Hunt, J.P. (2008, 5. september). Credit Rating Agencies and the 'Worldwide Credit Crisis': The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement. *Columbia Business Law Review*, 2009(1). Najdeno 5. marca 2014 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1267625
50. Indonesia Credit Rating. Najdeno 5. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.tradingeconomics.com/indonesia/rating>
51. Inman, P. (2012, 9. marec) Greek debt crisis: timeline. *The Guardian*. Najdeno 5. aprila 2015 na spletnem naslovu <https://www.theguardian.com/business/2012/mar/09/greek-debt-crisis-timeline>
52. International Monetary Fund. (2010, oktober). *Global Financial Stability Report: Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity*. Washington: International Monetary Fund.
53. Ireland 10Y CDS. (b.l.). V Podatkovna baza Bloomberg. Najdeno 4. marca 2016.
54. Ireland Credit Rating. Najdeno 5. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.tradingeconomics.com/ireland/rating>
55. Kacafura, V. (2009). *Vloga bonitetne agencije Capital Intelligence na razvijajočih se trgih* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
56. Kennedy, T., & O'Sullivan, K.P.V. (2010, julij). What Caused the Irish Banking Crisis? *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 18(3), 224-242.
57. Keys, B.J., Mukherjee, T., Seru, A., & Vig, V. (2008, januar). Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence From Subprime Loans 2001-2006. Najdeno 5.

- maja 2015 na spletnem naslovu <http://cep.lse.ac.uk/seminarpapers/26-02-08-VIG.pdf>
58. Kiff, J. (2010, 29. september). Reducing Role of Credit Ratings Would Aid Markets. *IMF Monetary and Capital Markets Department*. Najdeno 5. marca 2014 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2010/RES092910A.htm>
 59. Kiff, J. (2010a, 30. september). End the Credit Rating Addiction. Najdeno 5. marca 2014 na spletnem naslovu <http://blog-imfdirect.imf.org/2010/09/30/end-the-credit-rating-addiction>
 60. Kiff, J., Nowak, S., & Schumacher, L. (2012, januar). Are Rating Agencies Powerful? An Investigation into the Impact and Accuracy of Sovereign Ratings. *IMF Working Paper 12/23*. Najdeno 1. marca 2015 na spletnem naslovu <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp1223.pdf>
 61. Kiff, J., Kisser, M., & Schumacher, L. (2013, marec). Rating Through-the-Cycle: What does the Concept Imply for Rating Stability and Accuracy?. *IMF Working Paper 13/64*. Najdeno 5. marca 2015 na spletnem naslovu <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1364.pdf>
 62. Klein, A. (2005, 30. julij). Spitzer Examining Debt Ratings by Moody's. *Washington Post*. Najdeno 5. maja 2016 na spletnem naslovu <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2005/07/29/AR2005072902013.html>
 63. Klemenčič, M. (2004, april). *Analiza razvoja slovenskega kapitalskega trga in borznih gibanj* (diplomsko delo). Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
 64. Kou, J., & Varotto, S. (2008). Timeliness of Spread Implied Ratings. *European Financial Management*, 14(3), 503-527.
 65. Lannoo, K. (2010, oktober). What reforms for the credit rating industry? A European perspective. European Capital Market Institute. *ECMI Policy Brief, No. 17/2010*. Najdeno 20. maja 2015 na spletnem naslovu <https://www.ceps.eu/system/files/book/2010/10/ECMI%20PB17%20KL%20on%20CRAs.pdf>
 66. Lojk, G. (2008). *Uporaba izvedenih kreditnih instrumentov za zavarovanje finančnih tveganj* (specialistično delo). Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
 67. *Malaysia Credit Rating*. Najdeno 5. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.tradingeconomics.com/malaysia/rating>
 68. Manns, J. (2008, avgust). Rating Risk after the Subprime Mortgage Crisis: A User Fee Approach for Rating Agency Accountability. *North Carolina Law Review*, 87, 1011-1090.
 69. Masciandaro, D. (2011, 16. september). Downgrading the downgraders? Ratings, sovereign debt, and financial-market volatility. Najdeno 28. marca 2014 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/article/downgrading-downgraders-ratings-sovereign-debt-and-financial-market-volatility>

70. Mason, J.R., & Rosner, J. (2007, maj). Where Did the Risk Go? How Misapplied Bond Rating Cause Mortgage Backed Securities and Collateralized Debt Obligation Market Disruptions. Najdeno 1. aprila 2015 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1027475
71. Mathis, J., McAndrews, J., & Rochet, J.-C. (2008, 3. november). Rating the raters: are reputational concerns powerful enough to discipline rating agencies?. Najdeno 20. maja 2015 na spletnem naslovu <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.543.2833&rep=rep1&type=pdf>
72. McClintock Ekins, E., & Calabria, M.A. (2012, 1. avgust). Regulation, Market Structure, and Role of the Credit Rating Agencies. *CATO Institute Policy Analysis No. 704*. Najdeno 20. marca 2014 na spletnem naslovu <http://www.cato.org/sites/cato.org/files/pubs/pdf/PA704.pdf>
73. MCO US Equity. (b.l.). V *Podatkovna baza Bloomberg*. Najdeno 4. marca 2016.
74. Moody's Corporation. (2001). Annual Report 2000. New York: Moody's Corporation. Najdeno 5. marca 2014 na spletnem naslovu http://files.shareholder.com/downloads/MOOD/3221236782x0x165534/D585E627-3DBF-4628-B7AF-136C6B03B34C/mco_ar00.pdf
75. Moody's Corporation. (2002). Annual Report 2001. New York: Moody's Corporation. Najdeno 5. marca 2014 na spletnem naslovu http://files.shareholder.com/downloads/MOOD/3221236782x0x165531/72929EA4-A6D6-467B-962E-1FD9BFF66126/mco_ar01.pdf
76. Moody's Corporation. (2003). Annual Report 2002. New York: Moody's Corporation. Najdeno 5. marca 2014 na spletnem naslovu http://files.shareholder.com/downloads/MOOD/3221236782x0x165528/4F305DE5-F2A7-45F5-854D-F7707D109A2F/mco_ar02.pdf
77. Moody's Corporation. (2004). Annual Report 2003. New York: Moody's Corporation. Najdeno 5. marca 2014 na spletnem naslovu http://files.shareholder.com/downloads/MOOD/3221236782x0x165525/66B34A33-C31C-4BC9-9D55-739626FDFBA1/mco_ar03.pdf
78. Moody's Corporation. (2005). Annual Report 2004. New York: Moody's Corporation. Najdeno 5. marca 2014 na spletnem naslovu http://files.shareholder.com/downloads/MOOD/3221236782x0x165521/C1FAB128-6E30-40CA-91D2-83E85CCE3264/mco_ar04.pdf
79. Moody's Corporation. (2006). Annual Report 2005. New York: Moody's Corporation. Najdeno 5. marca 2014 na spletnem naslovu <http://files.shareholder.com/downloads/MOOD/3221236782x0x165518/BFA5F7E7-EDAB-4CB6-8899-6B9A9084A952/2005AR.pdf>
80. Moody's Corporation. (2007). Annual Report 2006. New York: Moody's Corporation. Najdeno 5. marca 2014 na spletnem naslovu

- <http://files.shareholder.com/downloads/MOOD/3221236782x0x165513/23AA9DCF-DD23-4199-976A-632DFE13B19C/annualreport2006.pdf>
81. Moody's Corporation. (2008). Annual Report 2007. New York: Moody's Corporation. Najdeno 5. marca 2014 na spletnem naslovu http://files.shareholder.com/downloads/MOOD/3221236782x0x181773/F099885F-F1B2-4861-A5A0-4BA8FCF109BB/2007_Annual_Report.pdf
 82. Moody's Corporation. (2009). Annual Report 2008. New York: Moody's Corporation. Najdeno 5. marca 2014 na spletnem naslovu http://files.shareholder.com/downloads/MOOD/3221236782x0x284658/FFA8DD07-E843-456F-BCB7-0ECDFFF32937/MCO_08AR-10K_040109.pdf
 83. Moody's Corporation. (2010). Annual Report 2009. New York: Moody's Corporation. Najdeno 5. marca 2014 na spletnem naslovu http://files.shareholder.com/downloads/MOOD/3221236782x0x357694/7E564B28-2436-4C87-AA6E-FA853E1262AC/Moody_s_2009_Annual_Report.pdf
 84. Moody's Corporation. (2011). Annual Report 2010. New York: Moody's Corporation. Najdeno 5. marca 2014 na spletnem naslovu <http://files.shareholder.com/downloads/MOOD/3221236782x0x448994/A62AF06C-38B5-4429-A150-36AE9485822F/2010AR.pdf>
 85. Moody's Corporation. (2012). Annual Report 2011. New York: Moody's Corporation. Najdeno 5. marca 2014 na spletnem naslovu http://files.shareholder.com/downloads/MOOD/3221236782x0x549102/63FE2998-B052-4E99-B69F-60165C7944E2/MOODY_S_2011AR_FINAL.PDF
 86. Moody's Corporation. (2013). Annual Report 2012. New York: Moody's Corporation. Najdeno 5. marca 2014 na spletnem naslovu http://files.shareholder.com/downloads/MOOD/3221236782x0x643051/E0E15B0E-744C-44CD-B56B-CF72F02CD9B7/MCO_2012_Annual_Report_vFINAL.pdf
 87. Moody's Corporation. (2014). Annual Report 2013. New York: Moody's Corporation. Najdeno 5. maja 2015 na spletnem naslovu http://files.shareholder.com/downloads/MOOD/3221236782x0x731819/BBD978F0-2509-4C6D-B967-413726F8D334/Moody_s_2013_Annual_Report_vFINAL.pdf
 88. Moody's Corporation. (2015). Annual Report 2014. New York: Moody's Corporation. Najdeno 5. maja 2015 na spletnem naslovu <http://ir.moody.com/Cache/1500069041.PDF?Y=&O=PDF&D=&fid=1500069041&T=&iid=108462>
 89. Moody's Corporation. (2016). Annual Report 2015. New York: Moody's Corporation. Najdeno 1. junija maja 2016 na spletnem naslovu http://s21.q4cdn.com/431035000/files/doc_financials/annual/Annualreport.pdf
 90. Moody's Investors Service. (1998, 3. september). Rating Action: Moody's will review for possible downgrade Argentina's foreign currency country ceilings for bonds and bank deposits. Najdeno 5. marca 2014 na spletnem naslovu

- https://www.moodys.com/research/MOODYS-WILL-REVIEW-FOR-POSSIBLE-DOWNGRADE-ARGENTINAS-FOREIGN-CURRENCY-COUNTRY--PR_22011
91. Moody's Investors Service. (1999a, 10. februar). Rating Action: Moody's confirms Argentina's Ba3 foreign-currency country ceiling with a negative outlook. Najdeno 5. marca 2014 na spletnem naslovu https://www.moodys.com/research/MOODYS-CONFIRMS-ARGENTINAS-Ba3-FOREIGN-CURRENCY-COUNTRY-CEILING-WITH-A--PR_25820
 92. Moody's Investors Service. (1999b, 20. avgust). Rating Action: Moody's places Argentina's long-term foreign-currency country ceilings on review for possible downgrade. Najdeno 5. marca 2014 na spletnem naslovu https://www.moodys.com/research/MOODYS-PLACES-ARGENTINAS-LONG-TERM-FOREIGN-CURRENCY-COUNTRY-CEILINGS-ON--PR_30639
 93. Moody's Investors Service. (1999c, 6. oktober). Rating Action: Moody's lowers Argentina's long-term foreign currency debt ceiling to B1 from Ba3. Najdeno 5. marca 2014 na spletnem naslovu https://www.moodys.com/research/MOODYS-LOWERS-ARGENTINAS-LONG-TERM-FOREIGN-CURRENCY-DEBT-CEILING-TO--PR_31742
 94. Moody's Investors Service. (2000, 21. november). Rating Action: Moody's changes Argentina's ratings outlook to negative. Najdeno 5. marca 2014 na spletnem naslovu https://www.moodys.com/research/MOODYS-CHANGES-ARGENTINAS-RATINGS-OUTLOOK-TO-NEGATIVE--PRM_20001121133033
 95. Moody's Investors Service. (2001a, 28. marec). Rating Action: Moody's downgrades Argentina's ratings and places the ratings on review for further possible downgrade. Najdeno 5. marca 2014 na spletnem naslovu https://www.moodys.com/research/MOODYS-DOWNGRADES-ARGENTINAS-RATINGS-AND-PLACES-THE-RATINGS-ON-REVIEW--PR_44460
 96. Moody's Investors Service. (2001b, 3. maj). Rating Action: Moody's maintains review for possible downgrade for Argentina's B2 foreign-currency country ceiling. Najdeno 5. marca 2014 na spletnem naslovu https://www.moodys.com/research/MOODYS-MAINTAINS-REVIEW-FOR-POSSIBLE-DOWNGRADE-FOR-ARGENTINAS-B2-FOREIGN--PRM_20010503113019
 97. Moody's Investors Service. (2001c, 4. junij). Rating Action: Moody's confirms Argentina's B2 country ceiling with a negative outlook. Najdeno 5. marca 2014 na spletnem naslovu https://www.moodys.com/research/MOODYS-CONFIRMS-ARGENTINAS-B2-COUNTRY-CEILING-WITH-A-NEGATIVE-OUTLOOK--PR_46258
 98. Moody's Investors Service. (2001d, 13. julij). Rating Action: Moody's lowers Argentine ratings to B3; further downgrade possible. Najdeno 5. marca 2014 na spletnem naslovu <https://www.moodys.com/research/MOODYS-LOWERS->

ARGENTINE-RATINGS-TO-B3-FURTHER-DOWNGRADE-POSSIBLE--
PR_47289

99. Moody's Investors Service. (2001e, 26. julij). Rating Action: Moody's lowers Argentine ratings to Caa1. Najdeno 5. marca 2014 na spletnem naslovu https://www.moody's.com/research/MOODYS-LOWERS-ARGENTINE-RATINGS-TO-Caa1--PR_47654_61720
100. Moody's Investors Service. (2001f, 12. oktober). Rating Action: Moody's lowers Argentine ratings to Caa3. Najdeno 5. marca 2014 na spletnem naslovu https://www.moody's.com/research/MOODYS-LOWERS-ARGENTINE-RATINGS-TO-Caa3--PR_49628
101. Moody's Investors Service. (2001g, 5. december). Rating Action: Moody's reports: Argentine measures "effectively ended" U.S. Dollar convertability. Najdeno 5. marca 2014 na spletnem naslovu https://www.moody's.com/research/MOODYS-REPORTS-ARGENTINE-MEASURES-EFFECTIVELY-ENDED-US-DOLLAR-CONVERTABILITY--PRM_20011206153109
102. Moody's Investors Service. (2001h, 21. december). Rating Action: correction to text: Moody's lowers Argentina ratings to Ca. Najdeno 5. marca 2014 na spletnem naslovu https://www.moody's.com/research/CORRECTION-TO-TEXT-MOODYS-LOWERS-ARGENTINA-RATINGS-TO-CA--PRM_20011221140753
103. Moody's Investors Service. (2007). Rating Symbols & Definicions. Najdeno 5. junija 2014 na spletnem naslovu <http://admin.epiq11.com/onlinedocuments/trb/exhibits/dcl%20exhibits/D1385.pdf>
104. Moody's Investors Service. (2008, 30. september). Rating Action: Moody's places HFF (Housing Financing Fund) on review for possible downgrade. Najdeno 10. junija 2015 na spletnem naslovu <http://www.bonds.is/Assets/Rating%20reports/Moody's%20-%20HFF%20-%20300908.pdf>
105. Moody's Investors Service. (2009). Rating Symbols & Definicions. Najdeno 5. junija 2014 na spletnem naslovu <http://media.al.com/bn/other/Moody's%20rating%20scale.pdf>
106. Moody's Investors Service. (2014). Rating Symbols & Definicions. Najdeno 5. junija 2014 na spletnem naslovu https://www.moody's.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004
107. Oblak, K. (2009). *Bonitetne agencije in finančna kriza* (diplomsko delo). Ljubljana: Pravna fakulteta.
108. O'Carroll, L. (2010, 28. november). Ireland bailout: full Irish Government statement. *The Guardian*. Najdeno 10. aprila 2015 na spletnem naslovu <https://www.theguardian.com/business/ireland-business-blog-with-lisa-ocarroll/2010/nov/28/ireland-bailout-full-government-statement>

109. Organisation for Economic Co-operation and Development. (2010, oktober). *OECD Hearings: Competition and Credit Rating Agencies*. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.
110. Partnoy, F. (1999). The Siskel and Ebert of Financial Markets: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies. *Washington University Law Quarterly*, 77(3), 619-712.
111. Partnoy, F. (2006, maj). How and Why Credit Rating Agencies are not like Other Gatekeepers. *San Diego Legal Studies Paper No. 07-46*. Najdeno 1. aprila 2014 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=900257
112. Partnoy, F. (2009, april). Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective. *San Diego Legal Studies Paper No. 09-014*. Najdeno 1. Aprila 2014 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1430608
113. Pascu, C., & Stan, A. (2012, maj). Roland Berger Strategy Consultants: On the verge of a European Rating Agency. Najdeno 25. maja 2016 na spletnem naslovu http://www.rolandberger.ro/media/pdf/Roland_Berger_European_Rating_Agency_20110502.pdf
114. Pennartz, J., & Snoeij, J.P. (2012, julij). Sovereign credit ratings: An assessment of sovereign ratings provided by Moody's, S&P and Fitch. *Rabobank Working Paper Series No. 12/2*. Najdeno 20. Marca 2015 na spletnem naslovu https://economics.rabobank.com/PageFiles/536/WP1202JSN_Assessment_of_sovereign_credit_ratings.pdf
115. Polito, V., & Wickens, M. (2013, 30. oktober). A fiscal perspective on EU sovereign credit ratings: Did the credit-rating agencies get them right? Najdeno 25. marca 2014 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/article/alternatives-credit-rating-agency-assessment>
116. Poon, W.P.H. (2003, april). Are unsolicited credit ratings biased downward?. *Journal of Banking & Finance*, 27(4), 593-614.
117. Portes, R. (2008, 22. januar). Ratings agency reform. Najdeno 26. marca 2014 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/article/ratings-agency-reform>
118. Portugal 10Y CDS. (b.l.). V *Podatkovna baza Bloomberg*. Najdeno 4. marca 2016.
119. *Portugal Credit Rating*. Najdeno 5. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.tradingeconomics.com/portugal/rating>
120. *Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*. Najdeno 30. marca 2015 na spletnem naslovu http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_101027.pdf?page_moved=1
121. Reisen, H. (2003, november). Ratings since the Asian crisis. OECD Development Centre. *Working Paper No. 214*. Najdeno 25. februarja 2014 na spletnem naslovu <http://www.oecd.org/dev/pgd/1934625.pdf>
122. Rovšek, M. (2012). *Analiza regulatorne ureditve bonitetnih agencij* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

123. Ryan, J. (2012, januar). The Negative Impact of Credit Rating Agencies and proposals for better regulation. Najdeno 30. marca 2015 na spletnem naslovu http://www.swp-berlin.org/fileadmin/contents/products/arbeitspapiere/The_Negative_Impact_of_Credit_Rating_Agencies_KS.pdf
124. S5FINL INDEX. (b.l.). V *Podatkovna baza Bloomberg*. Najdeno 4. marca 2016.
125. Schimroszik, N. (2012, 5. november). S&P guilty of misleading investors. *The Guardian*. Najdeno 5. aprila 2015 na spletnem naslovu <https://www.theguardian.com/business/2012/nov/05/standard-poors-guilty-misleading-investors>
126. Sevšek, M. (2003). *Vzroki za finančno krizo v Argentini* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
127. Skreta, V., & Veldkamp, L. (2009, 27. marec). The origin of bias in credit ratings. Najdeno 26. marca 2014 na spletni strani <http://www.voxeu.org/article/origin-bias-credit-ratings>
128. Slovenia 10Y CDS. (b.l.). V *Podatkovna baza Bloomberg*. Najdeno 4. marca 2016.
129. *Slovenia Credit Rating*. Najdeno 5. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.tradingeconomics.com/slovenia/rating>
130. *South Korea Credit Rating*. Najdeno 5. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.tradingeconomics.com/south-korea/rating>
131. Spain 10Y CDS. (b.l.). V *Podatkovna baza Bloomberg*. Najdeno 4. marca 2016.
132. *Spain Credit Rating*. Najdeno 5. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.tradingeconomics.com/Spain/rating>
133. SPGI US Equity. (b.l.). V *Podatkovna baza Bloomberg*. Najdeno 4. marca 2016.
134. SPX INDEX. (b.l.). V *Podatkovna baza Bloomberg*. Najdeno 4. marca 2016.
135. Standard & Poor's. (2012). Standard & Poor's Ratings Definitions. Najdeno 5. aprila 2014 na spletnem naslovu http://www.standardandpoors.com/spf/general/RatingsDirect_Commentary_979212_06_22_2012_12_42_54.pdf
136. Sy, A.N.R. (2009, junij). The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets. *IMF Working Paper 09/129*. Najdeno 8. marca 2014 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09129.pdf>
137. *Thailand Credit Rating*. Najdeno 5. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.tradingeconomics.com/thailand/rating>
138. Theurl, T., & Schätzle, D. (2011, avgust). Ratingagenturen in der Kritik: Eine Analyse der Reformforderungen und vorschläge. *Arbeitspapiere des Instituts für Genossenschaftswesen der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster, Nr. 116*.
139. Uredba (ES) št. 1060/2009 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. septembra 2009 o bonitetnih agencijah. *Uradni list EU* št. 302/2009.
140. White, L., & Richardson, M. (2009). Fixing the Rating Agencies: Is Regulation the Answer?. Najdeno 26. marca 2014 na spletnem naslovu

<http://www.voxeu.org/debates/commentaries/fixing-rating-agencies-regulation-answer>

141. White, L.J. (2010). Markets: The Credit Rating Agencies. *Journal of Economic Perspectives*, 24(2), 211-226.
142. Wilkinson, G. (2001, 31. oktober). S&P Cuts Argentina's Credit Rating to Just Above Default Status. *Los Angeles Times*. Najdeno 5. februarja 2016 na spletnem naslovu <http://articles.latimes.com/2001/oct/31/business/fi-63631>
143. Zhang, F.X. (2003, 16. april). What Did the Credit Market Expect of Argentina Default? Evidence from Default Swap Data. Najdeno 5. junija 2016 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2003/200325/200325pap.pdf>

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Bonitetne agencije in azijska kriza	1
Priloga 2: Bonitetne agencije in argentinska kriza v začetku 21. stoletja	8

Priloga 1: Bonitetne agencije in azijska kriza

1 OBDOBJE PRED AZIJSKO KRIZO IN VZROKI ZANJO

Bustelo (2000) pojasnjuje, da je azijska kriza nastopila nepričakovano in presenetila praktično vse udeležence finančnih trgov. V krizi prizadete države (Indonezija, Malezija, Filipini, Južna Koreja in Tajski) v letih 1990 do 1996, to je v obdobju pred njenim izbruhom, na prvi pogled niso kazale posebnih makroekonomskih pomanjkljivosti.

Gledano globalno, so bile v tem času obrestne mere v ZDA in še posebno na Japonskem nizke, gospodarska rast v razvitih ekonomijah je bila razmeroma visoka, dogajanje na svetovnih blagovnih trgih je bilo stabilno in svetovna trgovina je bila v porastu. Noben od makroekonomskih pokazateljev tako na prvi pogled ni nakazoval, da je kriza takšnih razsežnosti v Aziji neizogibna.

Glavni vzroki, ki so vodili v povečano ranljivost držav Vzhodne Azije, so bili (Bustelo, 2000):

- vzhodnoazijske države so že od začetka 90-ih let naprej stremele k pospešenemu finančnemu odpiranju ter finančni liberalizaciji, ki pa se je izkazala za prezgodnjo in preveč vsesplošno;
- visoki neto pritoki kapitala, ki so bili posledica nizkih obrestnih mer v razvitih gospodarstvih, visoko rastočega ter visoko donosnega domačega okolja, finančnega odpiranja in vezanih deviznih tečajev, so vodili v realno apreciacijo valut, le-ta pa je skupaj z še nekaterimi drugimi negativnimi dejavniki vplivala na upočasnitev izvoza;
- ogromen pritok kapitala je, skupaj s finančno deregulacijo, izzval tudi prekomerno posojilno dejavnost. Podjetja so v splošnem imela lahek dostop do posojil, zaradi česar so bila visoko zadolžena. Prekomerna posojilna dejavnost je v določenih sektorjih (npr. nepremičninskem) ustvarila mehurčke;
- finančna deregulacija je povečala krhkost domačega finančnega sektorja, ta je bil namreč izpostavljen pretiranemu tveganju, tako doma kot v tujini. Bančna sredstva so bila nezadostna, kot rezultat kratkoročnega izposojanja v tujini in dolgoročnega posojanja doma so bilance bank ter drugih finančnih institucij izkazovale vedno večje valutno neujemanje ter neujemanje v ročnosti med obveznostmi in sredstvi.

Poleg naštetih dejavnikov so bile v teh državah tudi druge specifikke, v katere pa se na tem mestu ne bi spuščal, saj to ni namen te naloge. Večina avtorjev se strinja, da je bil eden glavnih vzrokov za krizo slab in neustrezen finančni sistem v teh državah, ki je imel za posledico slabo regulacijo in slab nadzor nad finančnimi institucijami. Nekateri ekonomisti ugotavljajo, da kriza ni nastala primarno zaradi makroekonomskih neravnotežij, pač pa bolj zaradi slabosti finančnega sistema in napačnih odločitev v zasebnem ter javnem

sektorju prizadetih ekonomij, Bustelo (2000) pa nastanek krize v Vzhodni Aziji vidi v glavnem kot posledico zasebnega preinvestiranja. Ko države odprejo meje za kapital brez ustreznega nadzora in regulacije, postanejo občutljivejše na krize, dostop do tujega kapitala namreč še poudari in izpostavi slabosti ter motnje finančnega sistema v državi. Prav to pa se je izkazalo v azijski krizi (Bebar, 2004, str. 8).

2 AZIJSKA KRIZA IN BONITETNE AGENCIJE

V letih po izbruhu krize so mnogi poudarjali, da bonitetne agencije niso opravile svoje naloge, potem ko trgov niso predhodno opozorile na prihajajočo azijsko krizo, saj je le-ta agencije, tako kot preostale udeležence na trgu, presenetila. Agencije so sicer priznale svoje napake, a so jih hkrati skušale kar se da opravičiti s trditvami, da so bile značilnosti azijske krize drugačne od značilnosti preteklih kriz, saj da v tem primeru niso bile problem javne finance, ampak zasebni sektor, ranljivosti le-tega pa njihovi takratni statistični modeli še niso upoštevali (Ferri et al., 1999, str. 336).

Ferri, Liu in Stiglitz (1999, str. 336-337) poudarjajo, da se je informacijska vloga agencij in vloga svarilca pred potencialnimi nevarnostmi tako le medlo izrazila v naknadnih korekcijah bonitetnih ocen držav. Tabele 1 do 3 kažejo, da ko se je kriza razbohotila, so agencije tako močno znižale bonitetne ocene držav Indonezije, Južne Koreje in Tajske, da so ocene teh držav padle iz naložbenega v špekulativni razred, kar je precej večje znižanje, kot ga je zahtevalo poslabšanje gospodarskih temeljev, s tem pa se je še poglobila kriza v teh državah. Ta njihov pretiran odziv je namreč omenjene države potisnil v zelo težak položaj, saj je stroške njihovega zadolževanja v tujini povišal bolj, kot bi bilo to upravičeno, hkrati pa se je mednarodni kapital teh držav začel že na daleč izogibati. Zdi se, da je agencije dejstvo, da niso uspele predvideti krize, še spodbudilo h kasnejši pretirani konservativnosti, s čimer so skušale popraviti škodo zaradi predhodnih napak in si povrniti ugled.

Tabela 1: Spremembe dolgoročnih bonitetnih ocen v tuji valuti za državo Tajsko

Mesec in leto spremembe	Moody's	S&P
	Sprememba ocene	
April 1997	A2 → A3 (1↓)	/
September 1997	/	A → A- (1↓)
Oktober 1997	A3 → Baa1 (1↓)	A- → BBB (2↓)
November 1997	Baa1 → Baa3 (2↓)	/
December 1997	Baa3 → Ba1 (1↓)	/
Januar 1998	/	BBB → BBB- (1↓)

Vir: Thailand Credit Rating, 2016.

Tabela 2: Spremembe dolgoročnih bonitetnih ocen v tuji valuti za državo Indonezijo

Mesec in leto spremembe	Moody's	S&P	Fitch
	Sprememba ocene		
December 1997	Baa3 → Ba1 (1↓)	BBB → BB+ (2↓)	BBB- → BB+ (1↓)
Januar 1998	Ba1 → B2 (4↓)	BB+ → B (4↓)	BB+ → B+ (3↓)
Marec 1998	B2 → B3 (1↓)	B → B- (1↓)	B+ → B- (2↓)
Maj 1998	/	B- → CCC+ (1↓)	/

Vir: Indonesia Credit Rating, 2016.

Tabela 3: Spremembe dolgoročnih bonitetnih ocen v tuji valuti za državo Južno Korejo

Mesec in leto spremembe	Moody's	S&P	Fitch
	Sprememba ocene		
Oktober 1997	/	AA- → A+ (1↓)	/
November 1997	A1 → A3 (2↓)	A+ → A- (2↓)	AA- → A (2↓)
December 1997	A3 → Ba1 (4↓)	A- → B+ (7↓)	A → B- (10↓)
Februar 1998	/	/	B- → BB+ (5↑)
Avgust 1998	/	B+ → BB+ (3↑)	/

Vir: South Korea Credit Rating, 2016.

Tabela 4: Spremembe dolgoročnih bonitetnih ocen v tuji valuti za državo Malezijo

Mesec in leto spremembe	Moody's	S&P
	Sprememba ocene	
December 1997	A1 → A2 (1↓)	A+ → A (1↓)
April 1998	/	A → A- (1↓)
Julij 1998	A2 → Baa2 (3↓)	A- → BBB+ (1↓)
September 1998	Baa2 → Baa3 (1↓)	BBB+ → BBB- (2↓)

Vir: Malaysia Credit Rating, 2016.

V primeru azijske krize so vse agencije reagirale precej podobno, saj so vse prepozno in približno enako močno zarezale v bonitetne ocene teh držav. Kot je razvidno iz Tabele 1, je Moody's bonitetno oceno države Tajske, prve žrtve te krize, znižal v začetku aprila 1997, ko se je kriza že kuhala, medtem ko je S&P to storil šele v začetku septembra istega leta, ko je bila država že globoko v krizi. Tabele 2 do 4 kažejo, da so nato od oktobra do decembra 1997 sledila še znižanja bonitetnih ocen držav Južne Koreje, Indonezije in Malezije. Za razliko od primera Tajske so znižanja preostalih držav precej bolj časovno sovpadla, v primeru Južne Koreje in Malezije sta agenciji reagirali z zamikom le nekaj dni. S&P je v letu 1998 nadalje znižal bonitetne ocene Tajske, Indonezije in Malezije, medtem ko je Moody's dodatno znižal bonitetni oceni zadnjih dveh (Bhatia, 2002).

Po ocenjevalni lestvici agencije Moody's so, razen v primeru Malezije, znižanja za preostale države pomenila padec iz naložbenega v špekulativni razred, saj so bili rezi v bonitetne ocene precej ostri. Moody's je tako npr. znižal bonitetno oceno državi Maleziji in Tajski za pet, Indoneziji in Južni Koreji pa kar za šest stopenj (Ferri et al., 1999, str. 337).

Podobno je reagirala tudi agencija S&P, s prvo razliko, da se je na robu naložbenega razreda poleg Malezije obdržala tudi Tajska, druga opazna razlika pa je v tem, da so bili rezi v bonitetno oceno države Južne Koreje še občutnejši kot pri agenciji Moody's. Ocena, dodeljena Južni Koreji s strani S&P, je v manj kot dveh mesecih padla kar za deset stopenj, temu pa je nato sledilo povišanje za nekaj stopenj. To nakazuje, da je bila bonitetna ocena omenjene države pred krizo verjetno previsoka, na kar pa se je agencija odzvala z večjim rezom, kot bi bilo to potrebno. S&P je sicer trdil, da je bila takšna reakcija upravičena zaradi velike spremembe v zaznani kreditni sposobnosti države, ki je bila posledica dejstva, da so se mednarodne rezerve do konca leta 1997 skoraj v celoti izčrpale, čemur pa je sledilo njihovo hitro povečanje v letu 1998. Tudi če to drži, pa so tako ostra znižanja precej nenavadna, še toliko bolj, če so izvedena tako pozno v krizi in če upoštevamo dejstvo, da tako drastičnih rezov v bonitetne ocene držav še ni bilo zabeleženih v predhodni zgodovini. Težko je soditi koliko, ampak večina avtorjev se strinja, da so tudi bonitetne agencije s tovrstnimi odločitvami prispevale k prepričanju o vsesplošnem zlomu teh držav, ki je prevladovalo v tistem času (Bhatia, 2002, str. 39; Ferri et al., 1999, str. 337; Reisen, 2003, str. 7).

Dodatna znižanja bonitetnih ocen držav z že prej znižanimi bonitetnimi ocenami še poslabšajo razmere v teh državah, saj se povišajo stroški njihovega zadolževanja. Povišanje stroškov zadolževanja je še posebej travmatično, ko bonitetna ocena države pade iz naložbenega v špekulativni razred, kar se je v večini primerov pri državah Vzhodne Azije tudi zgodilo, saj takrat ti stroški postanejo zelo odzivni na morebitna dodatna znižanja znotraj špekulativnega razreda (za razliko od bonitetnih ocen v naložbenem razredu, kjer so stroški manj občutljivi na znižanja, dokler so le-ta v okviru naložbenega razreda). Ta odzivnost stroškov zadolževanja je še posebej izrazita v bolj turbulentnih obdobjih. Dodatna težava v primerih takšnih znižanj je tudi tem, da določeni predpisi, kot že omenjeno, institucionalnim vlagateljem onemogočajo, da bi ti vlagali v instrumente iz špekulativnega razreda oziroma se v primeru naložb v takšen instrument zahteva dodaten kapital. Drastična znižanja bonitetnih ocen dajejo negativen signal tržnim udeležencem, ta negativen signal pa se preko njihovega odziva lahko prelije tudi na druge sfere, npr. na tečaj domače valute, na delniške trge in na vrednost ostalih sredstev v tej državi, vse to pa lahko vodi v popoln zlom v državi (Ferri et al., 1999, str. 337-343).

Bonitetne agencije pred krizo vlagateljev torej niso opozarjale na mogoča tveganja, ki so obstajala v teh državah. Ena možna razlaga je v tem, da so bonitetne agencije dodeljevale ocene, ki so bile višje, kot bi bilo upravičeno glede na stanje gospodarskih kazalcev v teh

državah. Analize kreditne sposobnosti pred izbruhom azijske krize so se osredotočale predvsem na tradicionalne, temeljne makroekonomske kazalce, z omejenim poudarkom na pogojnih obveznostih in vidikih mednarodne likvidnosti. Merilo za fiskalni položaj države je bil proračunski saldo, za položaj države navzven pa saldo tekočega računa. Hitra rast se je, večinoma ne glede na dinamiko domače kreditne ekspanzije, smatrala kot ugodna, premalo poudarka pa je bilo namenjenega težavam podjetniškega sektorja. Ko je kriza nastopila, pa so agencije težile k pretiranemu zniževanju bonitetnih ocen držav, da bi s tem zaščitile svoj ugled. S takim ravnanjem pa so sprožile hiter odtok kapitala, pritok katerega so prej z darežljivimi bonitetnimi ocenami spodbujale praktično do izbruha krize (Bhatia, 2002, str. 48; Ferri et al., 1999, str. 347).

Ferri, Liu in Stiglitz (1999, str. 347, 349, 353) so na podlagi analize ugotovili, da so bile pred krizo bonitetne ocene, dodeljene obravnavanim štirim hitrorastočim vzhodnoazijskim ekonomijah, dosledno višje, kot bi bilo upravičeno glede na njihove gospodarske temelje. Še najmanjše odstopanje so opazili pri Indoneziji. Po izbruhu krize pa so, z izjemo Malezije, njihove bonitetne ocene padle mnogo bolj, kot bi bilo upravičeno glede na spremenjeno stanje gospodarskih temeljev.

Iz tega so sklepali, da so bonitetne agencije tako v obdobju pred krizo kot po njenem izbruhu pripisovale večjo težo svojim kvalitativnim sodbam kot pa gospodarskim dejavnikom. Zdi se celo, da so bili ti dejavniki nekoliko na stranskem tiru, tako v obdobju gospodarskega razcveta kot tudi v obdobju slabših gospodarskih razmer, kar je zelo verjetno pripomoglo najprej k pregrevanju nato pa tudi k gospodarskemu zlomu.

3 SPREMEMBE METODOLOGIJE BONITETNIH OCEN PO AZIJSKI KRIZI

Bonitetne agencije so se tudi same zavedle šibkih točk pri modelih, ki si jih uporabljale pred azijsko krizo, in to javno priznale (Bhatia, 2002, str. 48-49; Ferri et al., 1999, str. 345-346; International Monetary Fund, 2010, str. 99):

- agencija Fitch je prilagodila svoj pristop k ocenjevanju tako, da je začela bolj pozorno spremljati države z visokim deležem kratkoročnega zunanjega dolga, tudi v primeru nizke skupne ravni zadolženosti. Poleg tega je v januarja 1998 izdanem poročilu priznala, da so bili pred krizo spregledani tudi nekateri drugi dejavniki, na katere bi morala biti pozorna pri določanju bonitetnih ocen držav, kot npr. skupni zunanji dolg (državni in zasebni), režim deviznega tečaja in kompetentnost nosilcev politik v času krize;
- agencija Moody's je v letu 1998 podobno poudarila pomen kratkoročnega dolga. Po omenjeni krizi je začela uporabljati nov indikator vzdržnosti dolga, kjer se primerja vsoto salda tekočega računa in kratkoročnega zunanjega dolga z deviznimi rezervami,

na ta način pa se meri kratkoročna likvidnost države v tuji valuti. V svoji študiji iz leta 2004 pa so poudarili tudi pomen upoštevanja politične spremenljivke v modelih;

- agencija S&P je povečala fokus na zunanjih obveznostih, vključno s pogojnimi obveznostmi in zunanjim dolgom zasebnega sektorja, povečali so število zaposlenih, zadolženih za bonitetne ocene držav, nadgradili pa naj bi tudi uporabljeno metodologijo.

Če povzamem, je bila glede na javne objave agencij verjetno najpomembnejša razlika v primerjavi z modeli, ki so jih uporabljale pred krizo, v tem, da so pri ocenjevanju državnega tveganja začele dajati večji poudarek na kratkoročni zunanji dolg, tako državni kot zasebni, ob tem pa so, kot poudarja Sy (2009, str. 6), več pozornosti namenile tudi prepoznavanju in upoštevanju verjetnega obnašanja tujih kratkoročnih upnikov. Avtor nadaljuje, da so agencije prav tako izrazile potrebo po namenitvi večje pozornosti in poudarka:

- tveganjem, povezanim z bančnim sistemom in podjetniškim sektorjem;
- tveganjem, ki jih lahko prinese finančna kriza v sosednjih državah ter
- večji transparentnosti vhodnih podatkov, ki vstopajo v modele.

Če se navežem na zadnjo alinejo, so bile po splošnem prepričanju pomanjkljive informacije in nepopolni podatki namreč pomemben dejavnik napačnih ocen v obdobju azijske krize. Navadno so se in tudi pričakovati bi bilo, da se agencije na tovrstne vrzeli odzovejo s povečano konservativnostjo, kar pa več kot očitno ni bil slučaj v primeru azijske krize (Bhatia, 2002, str. 44). Največja znižanja bonitetnih ocen med azijsko krizo so se tako zgodila ob razkritju informacij, ki so jih bonitetne agencije obravnavale kot popolnoma nove, npr. razkritje valutne terminske pozicije centralne banke Tajске (Sy, 2009, str. 5).

Bhatia (2002, str. 51) ter Reisen (2003, str. 5) sta tako ugotavljala, da naj bi se analize položaja finančnega sistema in zasebnega sektorja po tej krizi tako bistveno izboljšale, saj bonitetne ocene niso bile več izpeljane samo iz glavnih, t.i. tradicionalnih gospodarskih kazalcev. Bhatia je leta 2002 (str. 38-39, 42, 51) ugotavljal tudi, da se je v letih po azijski krizi delež napak, za kar je smatral spremembo bonitetne ocene za tri ali več stopenj znotraj 12 mesecev (izvzel je spremembe znotraj najnižjih bonitetnih ocen), med obravnavanimi državami zmanjšal. Avtor dopušča možnost, da je razlog v tem, da so se bonitetne agencije, kadar so zaznale, da so podcenile kreditno sposobnost, raje posluževale postopnih popravkov napačnih bonitetnih ocen kot pa enkratnih korekcij. V primeru podcenjenih ocen je namreč reakcija trga večinoma bolj umirjena in lahko agencije s postopno prilagoditvijo bonitetne ocene lažje prikrijejo svoje napake. Ob tem je bilo v tem obdobju opaziti tudi močno čredno vedenje s strani agencij S&P in Moody's, kar sem omenjal že v luči sprememb ocen ob izbruhu azijske krize. Visoka korelacija bonitetnih

ocen sicer ni problematična sama po sebi, čredno obnašanje postane problematično, če napaka ene bonitetne agencije povzroči napako tudi pri drugih agencijah.

Preučevanje Bhatie v obdobju 1997–31.07.2002 kaže tudi na konstantno pozitivno pristranskost bonitetnih ocen, kar ne potrjuje prepričanja, da so bonitetne agencije po azijski krizi postale prekomerne previdne, ampak nakazuje, da je bila pretirana radodarnost pri bonitetnih ocenah precej večji problem kot prekomerna konservativnost.

Priloga 2: Bonitetne agencije in argentinska kriza v začetku 21. stoletja

1 VZROKI ZA KRIZO

V 80-ih letih 20. stoletja je Argentino pestila visoka inflacija, katera je dosegla vrhunec ob koncu 80-ih let. Znižanje inflacije je bil zato glavni cilj takrat novoizvoljenega predsednika Menema, ki je prišel na oblast v juliju 1989, ko je Argentina poleg visoke inflacije doživljala tudi globoko recesijo. Po prvem neuspelem programu za zaježitev inflacije, se je po priporočilih MDS odločil za stabilizacijski program, ki je poleg obsežne privatizacije, deregulacije, odprtja mednarodnim kapitalskim tokovom in fiskalne reforme, zajemal tudi ustanovitev valutnega odbora in vezavo argentinskega pesa na ameriški dolar v razmerju ena proti ena. Sevšek (2003) iz različnih virov povzema, da se ja ta program sprva izkazala za uspešnega, saj je inflacija občutno padla, ob tem pa je v Argentino začelo pritekati veliko tujega kapitala, vendar pa so se v daljšem obdobju pokazali tudi njegovi negativni učinki kot tudi druge vrste ranljivosti države:

- vezava pesa na valuto države, s katero je Argentina opravila manjši del vseh zunanjetrgovinskih poslov, je predstavljala določeno tveganje. Ob koncu 90-ih let je bil za Argentino težava močan ameriški dolar, zaradi česar so tuji vlagatelji za svoje dolarje lahko drugod, npr. v Braziliji, dobili več kot v Argentini, posledice pa je utrpel tudi argentinski izvoz. V argentinskem izvozu so zajeten del predstavljali kmetijski proizvodi, katerih cena je bila v takratnem času nizka. Argentinski izdelki so zaradi močnega dolarja postali manj konkurenčni tudi drugod, ne samo na brazilskem trgu, zaradi česar so argentinska podjetja v primerjavi z brazilskimi tudi na drugih trgih izgubljala cenovno konkurenčnost. Decembra 1999 je prišlo do menjave na predsedniškem položaju, eden od ukrepov v letu 2001 pa je bila sprememba vezave pesa, in sicer peso ni bil več vezan izključno na dolar, ampak na košarico, ki je bila enakovredno sestavljena iz evra in ameriškega dolarja. Ta ukrep pa na finančne trge ni prinesel sigurnosti in zaradi bojazni pred devalvacijo sta se argentinski in tuji kapital začela seliti iz države v tujino;
- zaradi stalnega primanjkljaja v proračunu, kateri je rasel tudi zaradi neuspešnosti pri pobiranju davkov, in nizkih domačih prihrankov, ki so bili verjetno posledica strahu pred izgubo njihove vrednosti zaradi inflacije, je bila Argentina zelo odvisna od tujih posojilodajalcev in kapitala. Tega pa lahko država dobi samo na način, da obljubi višje obresti oziroma višje donose na vložen kapital, kot so na razpolago drugod, kar pa pomeni višje stroške financiranja tujega dolga in lahko vodi v začaran krog potreb po dodatnem tujem financiranju in rasti zunanjega dolga države;
- ena od težav Argentine je bil tudi nefleksibilen trg dela. V državah, ki imajo vezan devizni tečaj, je potrebno podjetjem zagotoviti zadostno raven fleksibilnosti predvsem pri stroških dela, da lahko na ta način nadomestijo pomanjkanje konkurenčnosti zaradi precenjenega deviznega tečaja;

- težava za Argentino so bili tudi zunanji šoki v obliki mehiške, ruske, brazilske in azijske krize, zaradi katerih so vlagatelji postali previdnejši, sam izvozni sektor argentinskega gospodarstva pa je bil premalo razvit, da bi izpad tujega kapitala lahko nadomestil.

Junija 2001 je bil sprejet ukrep, s katerim so dejansko ukinili vezani tečaj pesa, saj so uvedli dvojni menjalni tečaj z namenom pospeševanja izvoza preko ugodnejšega tečaja za izvoznike. Malo za tem je bil sprejet tudi zakon, ki naj bi izenačil proračunske izdatke s proračunskimi prihodki. Kljub nekaterim sprejetim ukrepom na področju davkov in plač pa uravnotežen proračun ni bil dosežen. Zaradi zavedanja, da je devalvacija pesa neizogibna, se je začel množičen naval na banke, zaradi česar je vlada 01.12.2001 omejila mesečni dvig pesov in prenos denarja v tujino. Rezultat vseh dogodkov je bil ta, da je MDS Argentini obrnil hrbet in ni izplačal že dogovorjenega obroka, saj je ugotovil, da takratna ekonomska politika ne bo zagotovila stabilizacije in ponovne gospodarske rasti. Argentina je na ta način v celoti izgubila dostop do tujih finančnih sredstev, zaradi česar je razglasila, da ne namerava odplačevati svojega zunanjega dolga (Sevšek 2003, str. 17).

2 ARGENTINSKA KRIZA IN BONITETNE AGENCIJE

2.1 Reakcije agencije Fitch

Bonitetna agencija Fitch je vse do marca 2001 obdržala dolgoročno bonitetno oceno v tuji valuti za Argentino na BB, edina sprememba med majem 1997 in marcem 2001 je bila v obetih, katere je omenjena agencija septembra 2000 spremenila v negativne. V marcu 2001 je Fitch najprej bonitetno oceno znižal na BB-, čez nekaj dni pa je sledilo še dodatno znižanje na B+. Od julija do decembra 2001 so sledila nadaljnja znižanja, decembra 2001 pa je bonitetna ocena padla na najnižjo možno, kar pomeni nezmožnost plačila obveznosti (Argentina Credit Rating, 2016).

2.2 Reakcije agencije Moody's

Prva reakcija agencije Moody's, ki je nakazovala na morebitne težave, je bila septembra 1998, ko je napovedala, da bo preverila bonitetno oceno Argentine za morebitna znižanja. Februarja 1999 je nato potrdila bonitetno oceno Ba3 z negativnimi obeti, avgusta 1999 pa je bila ocena Argentine spet pod pregledom za morebitno znižanje, katero se je uresničilo v oktobru 1999, to je še pred zamenjavo oblasti v decembru. Obeti so bili takrat stabilni. Glede na takratne visoke stroške servisiranja dolga in argentinsko odvisnost od zunanjih virov sredstev se je agenciji povišanje kreditnega tveganja zdelo tolikšno, da je opravičevalo znižanje bonitetne ocene za eno stopnjo (Moody's Investors Service, 1998, 1999a, 1999b, 1999c).

Novembra 2000 je Moody's obete za Argentino spremenil v negativne, marca 2001 pa znižal bonitetno oceno Argentine na B2, z možnostjo nadaljnjih znižanj. Ob tem so izpostavili slabše obete za vrnitev k trajnostni rasti ter zmanjšano zaupanje vlagateljev, ki vpliva na pridobivanje novih virov zunanjega financiranja (Moody's Investors Service, 2000, 2001a).

Maja 2001 je agencija potrdila, da je bonitetna ocena še vedno v pregledu za dodatna znižanja, junija 2001 pa je potrdila oceno B2 z negativnimi obeti, ki so odražali razmere z visokim kreditnim tveganjem, kljub takrat uspešnemu zaključku zamenjave dolga, saj so finančne potrebe vlade vseeno ostale razmeroma visoke, viri zunanjega financiranja pa omejeni (Moody's Investors Service, 2001b, 2001c).

13.07.2001 je najprej sledilo znižanje na B3, agencija pa je omenila možnost dodatnih znižanj s pojasnilom, da so vsi zunanji in notranji pretresi, s katerimi se je Argentina soočala v zadnjih letih, terjali svoj davek. Moody's je izpostavil tudi ujetost vlade med nujnostjo hitrejši rasti in potrebo po nadaljnjem fiskalnem varčevanju. Ob koncu julija 2001 je Moody's bonitetno oceno Argentine še dodatno znižal, in sicer na Caa1, ob tem pa podal negativne obete. Poleg že predhodno omenjenih razlogov je Moody's izrazil tudi skrb glede politične podpore ukrepom obsežnega fiskalnega prilagajanja (Moody's Investors Service, 2001d, 2001e).

Oktobra 2001 je sledilo znižanje bonitetne ocene za nadaljnji dve stopnji na Caa3, obeti pa so bili stabilni, kljub temu, da so takratna še večja kreditna tveganja, po mnenju agencije Moody's, še povečala verjetnost za uresničitev negativnih scenarijev, saj je bila država izpostavljena izjemno neugodnim pogojem zadolževanja in nadaljnjemu slabšanju finančnega položaja države. Kljub temu, da so v tistem času uvedli omejitve na dvig denarja in na prenos le-tega v tujino, je agencija v začetku decembra najprej potrdila oceno Caa3, z obrazložitvijo, da trenutna ocena še vedno v celoti zajema pričakovano velikost izgube, povezano ne le z zgoraj navedenima ukrepoma, ampak tudi v povezavi z zamenjavami državnega dolga. V drugi polovici decembra je sledilo še nadaljnje znižanje na Ca, Moody's pa je opozarjal, da vladna ekonomska politika ni vzdržna in da najverjetnejši scenarij predvideva, da bodo tako domači kot tuji vlagatelji utrpeli velike izgube (Moody's Investors Service, 2001f, 2001g, 2001h).

2.3 Reakcije agencije S&P

S&P je v februarju 2000, po zamenjavi oblasti, naprej spremenil obete iz negativnih v stabilne, in sicer z obrazložitvijo, da je Argentina z menjavo oblasti dobila ponovni zagon za potrebne fiskalne in strukturne reforme, kasneje pa še pred koncem leta 2000 znižal bonitetno oceno iz BB na BB-. V letu 2001 je bila bonitetna ocena Argentine, dodeljena s strani agencije S&P, podobno kot pri preostalih dveh agencijah v prostem padanju. Najprej

je v marcu 2001 padla na B+, v maju na B, v juliju pa še nadalje na B- (Zhang 2003, str. 23).

Znižanje ocene na B- je bil odraz zaskrbljenosti analitikov, da lahko politični pritisk ustavi argentinskega ministra za gospodarstvo pri izvajanju strogih ukrepov za uravnoteženje proračuna. V začetku oktobra 2001 je sledilo novo nižanje za eno stopnjo, ob koncu oktobra pa še za nadaljnje tri. Agencija je pojasnila, da znižanje ocene odraža povečano verjetnost, da se bo Argentina odločila za celovito prestrukturiranje svojega notranjega in zunanjega dolga, kar je bilo nakazano s strani vladnih uradnikov, ki so prestrukturiranje dolga navedli kot prioriteto pri reševanju fiskalne in gospodarske krize, kar pa pomeni, da bodo vlagatelji izgubili del svojih naložb. S&P je med drugim v obrazložitvi dejal tudi, da je uresničitev vladnega načrta za izničenje proračunskega primanjkljaja skorajda nemogoča, saj davčni prihodki upadajo, razen ob znižanju plačila obresti imetnikom obveznic. V začetku novembra 2011 je agencija S&P znižala oceno argentinskega državnega dolga na SD (angl. *selective default*) z obrazložitvijo, da je Argentina dejansko nezmožna izpolnjevati svoje obveznosti, čeprav so imetniki obveznic sprejeli prestrukturiranje dolga in se je vlada zavezala k izpolnitvi svojih obveznosti (Zhang 2003, str. 23; Wilkinson, 2001).

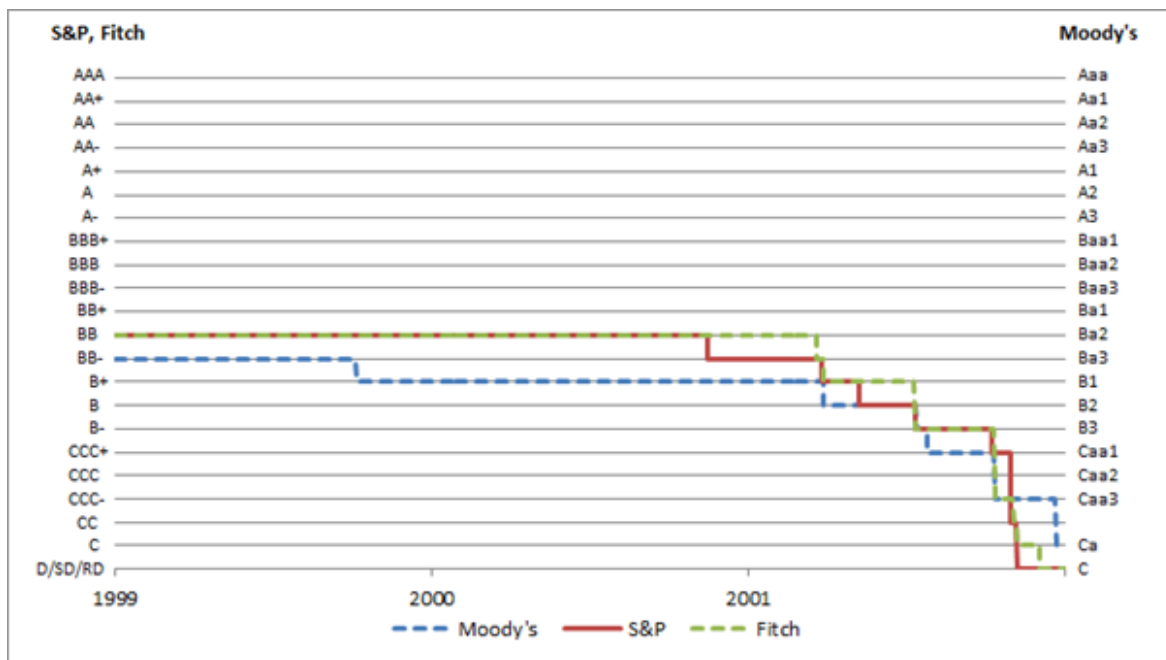
2.4 Primerjava bonitetnih ocen agencij Moody's in S&P s tržno zaznavo kreditnega tveganja

Zhang (2003, str. 22-23) je na podlagi analize ugotovil, da je bil Moody's s tem, ko je do oktobra 1999 držal oceno za argentinski dolg na Ba3, preveč radodaren, saj je bila implicitna verjetnost neplačila, izpeljana iz te ocene, občutno nižja od tržno pričakovane verjetnosti neplačila. Moody's je z reakcijo čakal sedem mesecev. Med oktobrom 1999 in oktobrom 2000 je bila nato verjetnost neplačila, izpeljala iz ocene B1, bolj ali manj v skladu s tržno, medtem ko je med oktobrom 2000 in marcem 2001 tržno pričakovana verjetnost neplačila poskočila, Moody's pa je ohranil bonitetno oceno B1 vse do konca marca, ko je reagiral s približno petmesečnim zamikom, tudi naslednja znižanja pa so zaostajala za tržnimi reakcijami. Podobno kot Moody's je tudi S&P s svojimi reakcijami zaostajal za trgom, a s to razliko, da so bile bonitetne ocene agencije Moody's vseeno bližje tržnim pričakovanjem.

Vse tri agencije so torej prepoznale argentinsko nezmožnost izpolnjevanja zunanjih obveznosti, se je pa v splošnem najbolje obnesla agencija Moody's, saj je bila pred začetkom cikla zniževanja bonitetna ocena, dodeljena s strani agencije Moody's, najnižja in je tudi ostala najnižja skoraj v celotnem obdobju. Agencija Moody's je sicer imela tudi najbolj izglajeno strmino zniževanja. Na drugi strani pa je agencija S&P v letu 2000 edina znižala bonitetno oceno Argentine, ob tem pa ji tudi prva dodelila status nezmožnosti izpolnjevanja obveznosti ob koncu leta 2001 (Pennartz & Snoeij, 2012, str. 30).

Zapisano ponazarja tudi Slika 1, ki kaže, da je izmed obravnavanih treh agencij tako Moody's dodeljeval še najbolj točne ocene Argentini, saj je znižal oceno iz Ba3 na B1 že oktobra 1999, kar je precej pred svojima tekmečema, katera sta bonitetno oceno prvič znižala šele novembra 2000 (S&P) oziroma marca 2001 (Fitch), še po tem znižanju pa je bila njuna ocena (BB-) višja od ocene agencije Moody's, ki je ustrezala temu nivoju (Gaillard, 2012, str. 138).

Slika 1: Gibanje dolgoročnih ocen v tuji valuti države Argentine v letih 1999-2001



Vir: *Argentina Credit Rating*, 2016.