

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO
**ANALIZA NOVE REGULATORNE UREDITVE BONITETNIH
AGENCIJ**

Ljubljana, avgust 2012

MOJCA ROVŠEK

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisana Mojca Rovšek, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtorica magistrskega dela z naslovom Analiza nove regulatorne ureditve bonitetnih agencij, pripravljenega v sodelovanju s svetovalko izr. prof. dr. Sergejo Slapničar.

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

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
 - poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v magistrskem delu, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
 - pridobila vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisala;
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Zakonu o avtorskih in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predložene magistrskega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne _____

Podpis avtorice: _____

KAZALO

UVOD	1
1 BONITETNE AGENCIJE	5
1.1 Opredelitev bonitetnih agencij	5
1.2 Začetek bonitetnih agencij in stanje trga bonitetnih agencij danes	6
1.3 Vrste bonitetnih agencij in bonitetnih ocen	11
1.4 Vloga bonitetnih agencij.....	12
1.4.1 Funkcija informacijskega posrednika.....	13
1.4.2 Nadzorstvena funkcija	14
1.4.3 Funkcija certificiranja.....	14
1.4.4 Ekonomska funkcija ocene.....	15
1.5 Določanje bonitetnih ocen.....	15
1.5.1 Ocenjevalne lestvice.....	18
1.6 Uporabniki bonitetnih informacij	22
1.6.1 Vlagatelji	23
1.6.2 Posredniki.....	24
1.6.3 Izdajatelji	24
1.6.4 Poslovne in finančne institucije.....	24
1.7 Pozitivne in negativne strani bonitetnih agencij.....	25
1.7.1 Pozitivne strani bonitetnih agencij	25
1.7.2 Kritike bonitetnih agencij	26
1.7.2.1 Pomanjkanje konkurence na trgu bonitetnih agencij.....	26
1.7.2.2 Navzkrižja interesov	28
1.7.2.3 Zapletena metodologija.....	29
1.7.2.3.1 Model izdajatelj plača.....	30
1.7.2.3.2 Model vlagatelj plača.....	31
1.7.2.3.3 Model država/regulator plača.....	32
1.7.2.3.4 Model posrednik plača	32
2 SO BONITETNE AGENCIJE KRIVE ZA SVETOVNO FINANČNO KRIZO?	33
2.1 Zakaj pripisujejo bonitetnim agencijam krivdo za krizo?	33
2.1.1 Dejavniki, ki naj bi povzročili krizo s strani bonitetnih agencij.....	33
2.2 Odziv bonitetnih agencij na očitke	39
3 REGULACIJA BONITETNIH AGENCIJ PRED IN PO FINANČNI KRIZI.....	40
3.1 Zakaj in kako regulirati	40
3.1.1 Razlogi za regulacijo bonitetnih agencij	40
3.1.2 Načini reguliranja bonitetnih agencij	40
3.2 Regulacija bonitetnih agencij pred svetovno finančno krizo.....	41
3.2.1 Regulacija v Ameriki.....	41
3.2.2 Regulacija v EU pred nastankom krize	42

3.2.3	Regulacija v Sloveniji.....	43
3.3	Reforma regulacije bonitetnih agencij v EU	45
3.3.1	Cilji reforme	45
3.3.1.1	<i>Analiza opcij, ki se nanašajo na preprečevanje in ugotavljanje navzkrižij interesov</i>	47
3.3.1.2	<i>Analiza opcij, ki se nanašajo na izboljšanje kvalitete metodologije in ocen</i>	48
3.3.1.3	<i>Analiza opcij, ki se nanašajo na transparentnost bonitetnih agencij</i>	48
3.3.2	Spremembe, ki jih uvaja reforma	48
3.3.2.1	<i>Registracija bonitetnih agencij</i>	49
3.3.2.2	<i>Izdajanje bonitetnih ocen</i>	50
3.3.2.3	<i>Izvajanje nadzora dejavnosti bonitetnega ocenjevanja</i>	53
3.3.2.4	<i>Kazni, razkrivanje in poročanje</i>	54
3.4	Reforma bonitetnih agencij v slovenski zakonodaji.....	56
3.5	Reforma bonitetnih agencij v ZDA	57
3.6	Odziv udeležencev na reformo	57
3.7	Predlagane dodatne rešitve	58
3.7.1	Razširitev področja uporabe Uredbe na obete glede bonitetne ocene	59
3.7.2	Uporaba bonitetnih ocen.....	59
3.7.3	Neodvisnost bonitetnih agencij	60
3.7.4	Razkritje informacij o metodologijah bonitetnih agencij, bonitetnih ocenah in obetih glede bonitetne ocene	60
3.7.5	Bonitetne ocene držav	61
3.7.6	Primerljivost bonitetnih ocen in honorarjev za bonitetne ocene	61
3.7.7	Civilna odgovornost bonitetnih agencij do vlagateljev	61
4	UČINEK REFORME NA TRG BONITETNIH AGENCIJ IN TRG BONITETNIH AGENCIJ V PRIHODNOSTI.....	62
	SKLEP.....	64
	LITERATURA IN VIRI.....	66

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Definicije dolgoročnih simbolov ocen agencij</i>	20
<i>Tabela 2: Vzporednost bonitetnih ocen izdanih s strani AJ PES-a in Moody`s</i>	22
<i>Tabela 3: Povezanost med nezaupanjem v bonitetne ocene in krivdo za finančno krizo s strani uporabnikov bonitetnih ocen</i>	35
<i>Tabela 4: Povezanost med razumevanjem metodologije in mnenjem uporabnikov o točnosti bonitetnih ocen</i>	36
<i>Tabela 5: Povezanost med zaupanjem v ocene in poznavanjem zakonodaje</i>	37
<i>Tabela 6: Pomembnosti elementov pri odločitvi o ponudniku bonitetnih ocen skozi oči uporabnikov.....</i>	38

KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Bonitetna agencija v vlogi informacijskega posrednika</i>	14
<i>Slika 2: Proces ocenjevanja</i>	15
<i>Slika 3: Lestvica mednarodnih ocen dolgoročnega kreditnega tveganja</i>	19
<i>Slika 4: Glavni elementi, ki vplivajo na konkurenco na trgu bonitetnih agencij</i>	27
<i>Slika 5: Pristopi pri reševanju problemov bonitetnih agencij</i>	46

UVOD

Krivda za finančno krizo, ki se je začela v letu 2007, se najbolj pripisuje poku nepremičninskega balona v Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA), ki se je nato razširil tudi na finančni sektor po celem svetu. Številni vlagatelji krivdo za nastalo svetovno finančno krizo pripisujejo bonitetnim agencijam. Slednje naj bi s podcenjevanjem kreditnega tveganja strukturiranih kreditnih produktov močno pripomogle k finančni krizi. Problem se je pojavil, ko so produkti z velikim tveganjem dobili najvišje bonitetne ocene (Komisija Evropskih skupnosti, 2008, str. 2). Dva izmed razlogov za nepravilno ocenjevanje tveganj sta prepočasno prilagajanje bonitetnih ocen, ko so se tržni pogoji poslabšali ter metodološke napake, kar je povzročilo nezaupanje udeležencev v bonitetne ocene (Utzig, 2010, str. 1). Največjo težo krivde nosijo tri najbolj znane ameriške bonitetne agencije (Standard & Poor's, Moody's in Fitch), z največjim tržnim deležem na področju bonitetnih ocen. Ravno te tri so s svojimi napačnimi bonitetnimi ocenami pripomogle k propadu investicijskih bank Lehman Brothers in Bear Stearns (Marn, 2010).

Na številne propade podjetij so se odzvali številni preiskovalni organi v ZDA, med njimi tudi Komisija za trg vrednostih papirjev (angl. *Securities and Exchange Commission*, v nadaljevanju SEC). Slednja je po številnih kritikah, da so bonitetne agencije krive za propad bank, odredila preiskavo, s katero je želela ugotoviti ali so bonitetne agencije primerno ocenjevale hipotekarne vrednostne papirje in obvladovale navzkrižja interesov (Ceresney, Eng, & Nuttall, 2009, str. 265–266). Po izčrpnih preiskavi je SEC ugotovila, da je prišlo do številnih pomanjkljivosti in napak. Odkrila je, da je prišlo do kršenja postopkov vrednotenja, nerazkritij, povezanih s procesom in modeli vrednotenja ter do navzkrižij interesov, ko so bonitetne agencije investicijskim bankam svetovale pri oblikovanju hipotekarnih papirjev in jim nato dosojale bonitetne ocene (United States Securities and Exchange Commission, 2008, str. 10–27).

Problematika bonitetnih agencij pa ni nova, saj so si pozornost prislužile že veliko pred svetovno finančno krizo, ko jim je bilo očitano, da ne opravljajo dobro svoje funkcije. Očitki so se tako pojavili že po zlomu Enrona in WorldComa leta 2002, ko naj ne bi pravočasno opozorile na zlom podjetij, saj so bonitetne ocene še pred propadom kazale dobro boniteto (Repovž, 2010).

Zadnji val kritik pa se je sprožil v letu 2010, ko je Standard & Poor's znižal oceno grške državne obveznice na status ničvredne, čeprav je Evropska unija (v nadaljevanju EU) že sprejela odločitev o denarni pomoči Grčiji. To dejanje so države označile za krivično ter Standard & Poor's obtožile, da takšno ravnanje vodi k širjenju panike, ki je povzročila prodajo državnih obveznic, kar je položaj zadolženih podjetij le še poslabšal (Repovž, 2010).

Ker imajo napačne oziroma nepopolne ocene bonitetnih agencij učinke na celoten trg, se pojavlja vprašanje, zakaj se bonitetne agencije odločajo, da bodo podale nerealno oceno. Kot

enega izmed najpogostejših razlogov se omenja navzkrižje interesov. O slednjih v svojih prispevkih pišejo tudi Utzig (2010), Richardson & White (2009), Hill (2004). Tako ZDA kot EU se težav povezanih z bonitetnimi agencijami zavedata, zato iščeta nove rešitve za ureditev trga bonitetnih agencij.

Kot odgovor na nastalo problematiko so EU in ZDA ter tudi ostale države po svetu reagirale in začele sprejemati novo zakonodajo oziroma so jo dopolnile, tako da bi podrobneje urejala bonitetne agencije. Tako so finančni ministri EU že leta 2007 začeli sprejemati niz sklepov glede finančne krize (načrt Ecofin), ki so vsebovali predloge za ocenitev vloge in izboljšanje zakonodaje glede bonitetnih agencij. Kot posledica tega je Evropska komisija leta 2008 pripravila predlog uredbe o bonitetnih agencijah. Uredba (ES) št. 1060/2009 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. septembra 2009 o bonitetnih agencijah (Official Journal of the European Union L302, v nadaljevanju Uredba) je bila objavljena v Uradnem listu EU 17. 11. 2009 (Komisija Evropskih skupnosti, 2008). Ker je uredba splošna in v celoti zavezujoča in se neposredno uporablja v vseh članicah EU (to pomeni, da začne veljati takoj v vseh državah članicah in postane del nacionalne zakonodaje, ne da bi nacionalni organi za to morali sprejeti kak zakonodajni ukrep), jo mora spoštovati tudi Slovenija. Uredba predvideva, da vsaka članica EU določi pristojne organe nadzora in kazenske določbe v zvezi z neizvajanjem Uredbe, kar je Slovenija storila s sprejetjem Uredbe o izvajanju Uredbe (ES) o bonitetnih agencijah (Ur.l. RS, št. 45/2010, v nadaljevanju Uredba o izvajanju Uredbe). V veljavo je stopila 19.6.2010.

Cilj magistrskega dela je kritično predstaviti vzroke za sprejem nove regulative, kakšne rešitve le-ta prinaša, morebitne težave, ki bi jih lahko prinesla v svetovni prostor, njene učinke na trg bonitetnih agencij ter poskusiti ugotoviti, kakšno vlogo bodo bonitetne agencije igrale v prihodnosti. V magistrskem delu se omejimo na regulacijo bonitetnih agencij po sprejetju nove zakonodaje. Poudarek predstavlja regulacija bonitetnih agencij na področju EU, ZDA in Slovenije. Eden izmed ciljev dela je tudi skozi obravnavo tematike predstaviti trg bonitetnih agencij v Sloveniji.

Cilj magistrskega dela je odgovoriti na naslednja raziskovalna vprašanja:

- Vloga bonitetnih agencij pri nastanku svetovne finančne krize: Kakšna je bila vloga bonitetnih agencij pred krizo? Koliko so v resnici odgovorne za nastanek krize? Kakšna je bila regulacija le-teh pred krizo? Ali bi bilo mogoče krizo preprečiti?
- Regulacija bonitetnih agencij: Kaj prinašajo spremembe na področju regulacije bonitetnih agencij? Ali so spremembe zakonodaje učinkovite? Kako in v kolikšni meri je sprejetje nove zakonodaje vplivalo na Slovenijo? Kako spremembe zakonodaje vplivajo na trg bonitetnih agencij in uporabnike bonitetnih ocen?
- Vloga bonitetnih agencij po sprejetju nove zakonodaje na področju bonitetnih agencij: Ali se bo vloga bonitetnih agencij po sprejetju nove zakonodaje bistveno spremenila?

- Predstavitev trga bonitetnih agencij v Sloveniji: Ali se je uporaba bonitetnih ocen v Sloveniji v času finančne krize povečala? Ali obstajajo razlike v uporabi ocen med podjetji glede na panogo? Ali obstaja povezava med velikostjo podjetja in nakupom bonitetnih ocen? Ali obstaja povezava med nezaupanjem v točnost bonitetnih ocen in poznavanjem metodologije in zakonodaje ter med nezaupanjem v točnost ocen ter splošnim prepričanjem o krivdi za nastanek svetovne finančne krize?

Namen magistrskega dela je na enem mestu predstaviti poglobitvene spremembe na področju regulacije bonitetnih agencij po sprejetju nove zakonodaje ter ugotoviti kakšne učinke bo imela nova zakonodaja. Na temo bonitetnih agencij in finančne krize so v svojih delih že pisali Oblak (2009), Pibernik (2008), Smajla (2009) in Tinta (2010). Vsi so se osredotočili na predstavitev bonitetnih agencij ter njihov vpliv na svetovno finančno krizo. Oblak (2009) in Tinta (2010) sta poleg predstavitve in vpliva obravnavali tudi ukrepe, sprejete v obdobju finančne krize. Vendar v omenjenih delih predstavlja glavno vrzel nova zakonodaja ter njeni učinki na trg bonitetnih agencij, saj v nobenem delu ni bila podrobneje obravnavana nova zakonodaja ter njen vpliv na trg bonitetnih agencij in njegove udeležence. Vrzel predstavlja tudi prihodnost bonitetnih agencij, saj nihče od omenjenih ne posveča pozornosti ugotavljanju kako se bo trg bonitetnih agencij razvijal v prihodnosti. Prav tako ni mogoče v nobenem delu zaslediti predstavitve zakonske ureditve bonitetnih agencij v Sloveniji.

Magistrsko delo je predvsem teoretično, podkrepjeno z globinskimi intervjuji strokovnjakov. V teoretičnem delu se izmenjujeta deskriptivna in kompilacijska metoda pregleda literature in združevanja spoznanj. S pomočjo prve poskušamo podrobneje orisati probleme bonitetnih agencij ter njihovo regulacijo, medtem ko drugo, kompilacijsko metodo, uporabljamo predvsem pri združevanju različnih spoznanj iz literature v odgovore na naša raziskovalna vprašanja. Kot tretjo pa uporabljamo metodo spraševanja, znotraj nje pa metodi anketiranja in intervjuja. Cilja uporabe metode spraševanja sta odgovoriti na raziskovalna vprašanja povezana z regulacijo trga bonitetnih agencij ter predstaviti slovenski trg bonitetnih agencij. V ta namen so oblikovani trije raziskovalni vzorci: podjetja, bonitetne agencije in organi, pristojni za izvajanje nadzora nad bonitetnimi agencijami. Namen anketiranja oziroma intervjuja posameznega vzorca je pridobiti podatke, s katerimi bomo lahko ocenili sedanje stanje na slovenskem trgu bonitetnih agencij ter kako naj bi se trg bonitetnih agencij razvijal v prihodnje. Podatki o bonitetnem trgu v Sloveniji so zbrani na podlagi raziskovanja in anketiranja, pri čemer smo uporabili dva vzorca. Prvi vzorec predstavljajo slovenska podjetja kot uporabnike bonitetnih informacij, drugi vzorec pa predstavljajo ponudniki bonitetnih informacij v Sloveniji. Za namene predstavitve bonitetnega trga v tujini in obravnave zakonodajne plati bonitetnih agencij v Sloveniji in tujini smo se morali zanesti na javno dostopne informacije.

Za analiziranje dobljenih odgovorov smo uporabili statistično orodje SPSS, s katerim smo izračunali statistike ter dokazali ali ovrgli povezanost velikosti podjetja in uporabo bonitetnih

ocen ter ugotovili ali nepoznavanje metodologij in zakonodaje vpliva na mnenje o točnosti ocen.

Literaturo predstavljajo strokovni in znanstveni članki, tako domačih predvsem pa tujih avtorjev in gradivo Evropske komisije na temo finančne reforme.

Magistrska naloga je razdeljena na 4 dele. Namen 1. poglavja je orisati vlogo bonitetnih agencij in jih na kratko predstaviti, saj je poznavanje osnov nuja za nadaljnje razumevanje magistrskega dela. Tako so v tem delu predstavljeni osnovni pojmi bonitetnih agencij, funkcije le-teh, vrste bonitetnih agencij in njihove pozitivne in negativne strani. V podrobnosti dela bonitetnih agencij, kot je na primer določanje bonitetnih ocen, se ne spuščamo (obravnavamo jih le v tolikšnem delu, kot je to pomembno za razumevanje), ker je bilo to že povzeto v dosedanjih delih, medtem ko je bistvo tega dela predvsem na regulaciji agencij in najnovejši reformi na področju bonitetnih agencij.

V 2. delu magistrskega dela skušamo ugotoviti, koliko krivde nosijo bonitetne agencije za nastanek svetovne finančne krize. V ta namen so v tem delu opisani dejavniki, navezujoči se na bonitetne agencije, ki naj bi finančno krizo povzročili. Prav tako so v tem delu predstavljeni tudi odzivi bonitetnih agencij na očitke o povzročitvi krize.

3. del je posvečen regulaciji bonitetnih agencij kot posledici ukrepov, sprejetih v finančni krizi. V tem delu se seznanimo, kaj je namen reguliranja. Pri tem se spoznamo z regulacijo bonitetnih agencij pred finančno krizo in po njej. Na slednji je največji poudarek, saj nas zanimajo spremembe na področju regulacije bonitetnih agencij. Tako spoznamo in obravnavamo vzroke za reformo, vsebino reforme, načine nadzorovanja izvajanja oziroma upoštevanja reforme, odzive s strani bonitetnih agencij in uporabnikov.

4. poglavje namenjamo analizi učinkov reforme na trg bonitetnih agencij. Obravnavamo tako pozitivne kot negativne učinke, ki jih ima reforma. Pogledamo si, kakšne koristi prinaša reforma uporabnikom bonitetnih ocen ter katere učinke prinaša bonitetnim agencijam. Namen poglavja je predstaviti učinke reforme ter napovedati, ali se bo reforma splačala. V tem delu skušamo ugotoviti prihodnjo vlogo bonitetnih agencij na trgu. Na podlagi tretjega poglavja ter analizi učinkov reforme skušamo ugotoviti ali in kako se bo vloga bonitetnih agencij spremenila po uveljavitvi oziroma upoštevanju na novo sprejeto zakonodajo.

Opisanim poglavjem sledi še sklep, v katerem so strjene glavne ugotovitve in odgovori na zastavljena raziskovalna vprašanja.

1 BONITETNE AGENCIJE

1.1 Opredelitev bonitetnih agencij

Bonitetne agencije igrajo pomembno vlogo pri širjenju in ustvarjanju informacij, povezanih s finančnimi trgi. **Bonitetne agencije** so gospodarski subjekti, ki izdajajo neodvisna mnenja o kreditni sposobnosti določenega izdajatelja ali finančnega instrumenta. Tako lahko izdajo bonitetno oceno izdajatelja ali bonitetno oceno instrumenta. Če ocenjujejo verjetnost, da izdajatelj ne bo izpolnil svojih finančnih obveznosti na splošno, govorimo o bonitetni oceni izdajatelja. Če pa ocenjujejo verjetnost neplačila obveznosti, ki se nanašajo na določen dolžniški instrument ali vrednostni papir s stalnim donosom, pa govorimo o bonitetni oceni instrumenta (Official Journal of the European Union C59, 2006). Bonitetne agencije ocenjujejo številne finančne produkte, med njimi obveznice, strukturirane finančne instrumente, bančna posojila, vzajemne sklade, fiksne depozite ... Poleg ocenjevalnih dejavnosti se večina bonitetnih agencij ukvarja tudi s svetovanjem, splošnim raziskovanjem poslovanja podjetij, ocenjevanjem tveganj ... (Ministry of Finance, Government of India, 2009, str. 16–17). S spremljanjem verodostojnosti vlad in podjetij lahko bonitetne agencije bistveno vplivajo na ocenjevanje tveganj vlagateljev. Njihova negativna ocena povzroči povečanje obresti za posojila vlagateljev vladam in s tem otežuje izvajanje potrebnih reform (STA, 2010, str. 1).

Bonitetna ocena je trenutna ocena bonitete pravnih oseb ali finančnih instrumentov, ki temelji na kakovosti izdajateljevih sredstev, obstoječih obveznostih, splošne poslovne uspešnosti, zgodovine odplačevanja (Becker & Milbourn, 2010, str. 13) in izraža verjetnost, da izdajatelj ne bo zmožni izpolniti svojih finančnih obveznosti na splošno ali obveznosti, ki se nanašajo na določen dolžniški instrument oziroma vrednostni papir s stalnim donosom. Bonitetna ocena povečini ne vključuje priporočil glede prodaje, nakupa ali obdržanja določenega instrumenta, prav tako ni mnenje o vrednosti te naložbe (Australian Securities and Investments Commission, 2008, str. 6). Bonitetna ocena ni namenjena merjenju dejavnikov tveganja (na primer likvidnostnega tveganja, obrestnega tveganja, tveganja negativnih tečajnih razlik), ki jih mora vlagatelj upoštevati pri ugotavljanju tveganja. Bonitetne ocene prav tako niso ocene o podružnicah, direktorjih, uradnikov ocenjevanega subjekta, ne predstavljajo zakonske ali obvezne revizije ocenjevanega subjekta, ne pomenijo skladnosti z zakonskimi zahtevami, niso jamstvo proti neplačilu ocenjevanega instrumenta (Ministry of Finance, Government of India, 2009, str. 21).

Bonitetne agencije igrajo pomembno vlogo na finančnem trgu, saj med drugim pomagajo zmanjševati informacijsko asimetrijo med izdajatelji in vlagatelji, zato je pomembno, da zagotavljajo visoko kakovostne, neodvisne in objektivne ocene ter jih glede na trenutne razmere na trgu spreminjajo.

Bonitetne agencije naj bi pri svojem delovanju upoštevale načela, ki jih je leta 2007 izdal tehnični komite IOSCO združene v Kodeks osnovnih načel ravnanja za bonitetne agencije (angl. *Code of conduct fundamentals for credit rating agency*; v nadaljevanju kodeks IOSCO). Načela naj bi upoštevala vse bonitetne agencije, in sicer naj bi pri svojem delovanju upoštevale naslednja načela (IOSCO, 2004, str. 4–11):

- **kvaliteta in celovitost ocenjevalnega procesa:** bonitetne agencije si morajo prizadevati za izdajo kakovostnih mnenj, ki pripomorejo k zmanjšanju informacijske asimetrije med udeleženci na trgu bonitetnih agencij. Prav tako naj bi agencije sprejele in uvedle postopke in metodologije, ki bi zagotovile, da so mnenja izdana na podlagi celovite analize in vseh relevantnih informacij. Bonitetne agencije morajo redno spremljati in prilagajati ocene trenutnim razmeram;
- **neodvisnost in navzkrižje interesov:** vse odločitve, ki jih bonitetne ocene sprejmejo, morajo biti neodvisne in izdelane brez vpliva navzkrižij interesov;
- **preglednost in pravočasnost bonitetnih razkritij:** bonitetne agencije morajo razkriti zadostne informacije o svojih postopkih in metodologijah, ki so jih uporabili pri izdelavi ocen. S tem zagotovijo zunanjim udeležencem, da razumejo kako in s katerimi postopki so prišli do ocene, ki so jo izdali;
- **zaupnost informacij:** vse zaupne informacije, ki jih bonitetne agencije pridobijo v procesu ocenjevanja od strank na podlagi dogovora o zaupnosti, ne smejo priti v javnost oziroma jih agencije ne smejo razkriti javnosti.

1.2 Začetek bonitetnih agencij in stanje trga bonitetnih agencij danes

Ocenjevalna dejavnost se je pojavila že v 19. stoletju, natančneje 1860, ko je nastala agencija Standard & Poor`s. Leta 1900 je bila ustanovljena agencija Moody`s. Takrat je John Moody prvič javno objavil tiskane informacije o delnicah, katere so bile namenjene vlagateljem. Ustanovil je podjetje in izdal priročnik z informacijami in statističnimi podatki. Zaradi borznega zloma leta 1907 je podjetje Moody`s propadlo. Čeprav je podjetje leta 1907 propadlo, se je leta 1909 John Moody ponovno pojavil na trgu, ko je uvedel enostaven ocenjevalni sistem za razvrščanje železniških obveznic. Ti ratingi so bili uporabljeni pri več kot 250 železnicah, bili so nenaročeni (angl. *unsolicited rating*) in usmerjeni na vlagatelje (angl. *investor*), ki so dostopali do ocen na podlagi naročnine. Ocene so bile razvrščene v razrede od Aaa do C. Leta 1914 so se ocenjevanja razširila na obveznice (angl. *bonds*) večjih industrijskih in javnih gospodarskih služb in na obveznice, izdane s strani ameriških mest in občin v začetku leta 1920. Veljavnost in verodostojnost bonitetnih agencij se je še povečala v času velike depresije v 1930 (Asian Development Bank, 2000, str. 25).

Bonitetna industrija je v zadnjih 30-ih letih zelo zrasla in se razširila po celem svetu. Razloge za širitev najdemo v širitvi kapitalskih trgov, povečanju raznolikosti finančnih instrumentov, internacionalizaciji, v zadnjem času pa so razlogi tudi v globalizaciji finančnih in kapitalskih trgov, rasti na kapitalskih trgih in ponovni zasebni udeležbi pri zagotavljanju infrastrukture in

deregulacije. To je povzročilo povečanje števila udeležencev, rast in specializacijo nacionalnih bonitetnih agencij in znatno povečanje števila in vrst ocen (Asian Development Bank, 2000, str. 26).

Trg bonitetnih agencij bi lahko uvrstili med oligopolne trge, saj je na trgu prisotnih le nekaj večjih podjetij in več manjših, poleg tega pa se pojavljajo velike ovire za vstop na trg. Največji oviri za vstop sta ugled večjih podjetij in veliki začetni stroški. Velika koncentracija treh velikih podjetij lahko povzroči nizko stopnjo konkurenčnosti in negativno vpliva na kakovost bonitetnih ocen (European Commission, 2010, str. 19).

Glede na pomen, ki ga imajo bonitetne ocene tako v zasebnem kot javnem sektorju, bi lahko predvidevali, da je panoga bonitetnih agencij visoko razvita in konkurenčna. Vendar pogled na tržne deleže nam razkrije, da trg dejansko obvladujejo 5 bonitetnih agencij, od katerih imajo največji tržni delež 3 ameriške bonitetne agencije, in sicer Standard & Poor`s, Moody`s in Fitch (Taškar Beloglavec & Taškar Beloglavec, 2010, str. 35). Slednje so odgovorne za kar 96% vseh ocen povezanih s strukturnimi financami in 98% vseh bonitetnih ocen, izdanih s strani priznanih bonitetnih agencij pri SEC (Hunt, 2009, str. 5–6). Razlog za takšen položaj na trgu lahko iščemo v paradoksu, ki ga lahko pojasnimo z vlogo Ameriške agencije za nadzor nad trgom vrednostnih papirjev v panogi bonitetnih agencij. Namreč številni zakoni in predpisi zahtevajo uporabo bonitetnih ocen le tistih bonitetnih agencij, ki so nacionalno priznane. Pogoji za nacionalno priznanje pa je, da je agencija široko sprejeta v ZDA (Taškar Beloglavec & Taškar Beloglavec, 2010, str. 35–36).

V Evropi je okoli 50 bonitetnih agencij, ki se pretežno osredotočajo na posamezno panogo (na primer zavarovalniška industrija) ali na posamezni finančni tržni segment (na primer državne obveznice) (European Commission, 2010, str. 6–7). Razlog za manjše število bonitetnih agencij zunaj ZDA lahko iščemo v slabše razvitem trgu podjetniških obveznic in s tem manjših potrebah po specializiranih ustanovah (White, 2001, str. 10).

V slovenskem poslovnem okolju se je potreba po zbiranju in obdelovanju podatkov pojavila konec 80-ih let prejšnjega stoletja s pojavom podjetništva. Bonitetna dejavnost za potrebe zunanjega naročnika se je prvič pojavila leta 1989 znotraj takratne Službe družbenega knjigovodstva (Šturman, 2004, str. 31). Bonitetna mnenja so se izdajala za potrebe izdajateljev dolgoročnih vrednostnih papirjev. Mnenje je temeljilo na revidiranih računovodskih izkazih za zadnja tri leta in oceni poslovne politike in oceno bodočih donosov v naslednjih petih letih. Sistem kazalnikov, ki se je uporabljal za ocenjevanje bonitet, je bil usklajen s kazalniki za ugotovitev minimalnih pogojev za uvrstitev vrednostnih papirjev na Ljubljansko borzo ter s kazalniki, ki so jih uporabljala tuja bonitetna podjetja, kolikor so posebnosti domačega računovodskega sistema to dopuščala. Osnova za izdelavo takratnih bonitetnih informacij so bili podatki iz računovodskih izkazov in evidenc plačilnega prometa (Šturman, 2004, str. 31–32).

Na podlagi tega sta se oblikovali 2 vrsti bonitetnih informacij (Šturman, 2004, str. 31–32):

- BON–1: poročilo o poslovanju posameznega poslovnega subjekta, ki je prikazoval kazalce velikosti in opremljenosti, finančne trdnosti, likvidnosti in poslovne uspešnosti podjetja;
- BON–2: poročilo o solventnosti podjetja, ki je vseboval pisno bonitetno mnenje.

Poleg Službe družbenega računovodstva so se z ocenjevanjem in podajanjem bonitetnih ocen ukvarjale tudi banke. Njihov namen je bil oceniti kreditno sposobnost posameznega podjetja oziroma stopnjo kreditnega tveganja pri odobritvi kredita. Njihovo ocenjevanje je temeljilo predvsem na pridobljenih in razpoložljivih finančnih podatkih.

Danes je na trgu kar nekaj slovenskih podjetij, ki ponujajo bonitetne informacije. Med njimi najdemo:

- Agencija za javnopravne evidence in storitve (v nadaljevanju AJ PES),
- Bonitetna hiša I d. o. o.,
- Coface Intercredit d. o. o.,
- Creditreform d. o. o.,
- Bisnode d. o. o.

Poleg podjetij, ki so specializirana za izdajo bonitetnih ocen, se z bonitetnimi ocenami ukvarjajo tudi bančne institucije, posebni bonitetni oddelek pa ima tudi Slovenska izvozna družba. Bančne institucije se ne poslužujejo kupovanja bonitetnih ocen, temveč imajo v ta namen vzpostavljene lastne oddelke, znotraj katerih izvajajo bonitetno dejavnost ali pa se ta dejavnost izvaja v okviru kakšnega drugega oddelka. Poleg naštetih pa tudi nekatera manjša podjetja ponujajo analiziranje kreditne sposobnosti.

V želji predstaviti trg bonitetnih agencij v Sloveniji smo izvedli raziskavi o uporabi bonitetnih ocen v Sloveniji in raziskavo o bonitetnih agencijah v Sloveniji. Namen raziskav je s pomočjo dobljenih rezultatov v povezavi z javno dostopnimi informacijami predstaviti slovenski trg bonitetnih agencij, razloge za nakup bonitetnih ocen, moč zaupanja uporabnikov v bonitetne agencije in njihove ocene.

V okviru raziskave o bonitetnih agencijah v Sloveniji smo izvedli tudi intervju z ga. Vando Zlatarev iz AJ PES-a. Ker bonitetna dejavnost v AJ PES-u poteka v okviru tržne funkcije, se njihova dejavnost ocenjevanja bonitet podjetij nekoliko razlikuje od ostalih ponudnikov bonitetnih ocen v Sloveniji. Tako v nadaljevanju predstavljamo uporabljeno metodologijo ter dobljene rezultate.

V raziskavo uporabe bonitetnih ocen v Sloveniji smo vključili po 15 slovenskih podjetij, ki izhajajo iz skupin standardne klasifikacije dejavnosti¹ A, C, D, E, F, G, H, I, J, L, M, N, S. Na podlagi poslovnega imenika bizi.si smo izvedli poizvedovanje o podjetjih po vrstah dejavnosti (torej po standardnih klasifikacijah) ter izbrali podjetja, katera je portal uvrstil na prvih 15 mest posamezne klasifikacije dejavnosti. V raziskavo niso bila zajeta podjetja, ki izhajajo iz skupin B, O, P, Q, R, T, U. Razlog za to pa je manjša zastopanost podjetij v teh dejavnostih ter velika verjetnost nesodelovanja. Tako je bilo skupno k sodelovanju povabljenih 195 podjetij vseh pravno organizacijskih oblik. Razlog za izbiro podjetij iz različnih panog je pridobiti informacije od podjetij, ki izhajajo iz različnih panog, saj je vsaka panoga specifična, nekatere panoge se soočajo z večjimi posledicami svetovne finančne krize kot druge, v določenih panogah je verjetnost za uporabo bonitetnih ocen večja ...

Povabila k sodelovanju so bila poslana preko elektronskih sporočil. Povabilo je vsebovalo dopis, kateri je vseboval kratko predstavitev raziskave in povabilo k sodelovanju. V primeru odločitve sodelovanja, se jim je s klikom na povezavo odprla spletna aplikacija, ki je vsebovala vprašalnik (Priloga 1), s katero smo jim zagotovili popolno anonimnost njihovih odgovorov. Prvi del je bil namenjen pridobitvi osnovnih podatkov njihovega podjetja (ta del zajema vprašanja o panogi, številu zaposlenih, letnem prihodku, poslovanju s tujino), drugi del je bil namenjen ugotovitvi uporabe bonitetnih ocen, medtem ko smo z zadnjim sklopom vprašanj želeli pridobiti njihov pogled na trg bonitetnih agencij. Raziskava uporabe bonitetnih ocen v Sloveniji je potekala v obdobju od 7. 4. 2012 do 5. 7. 2012. V tem obdobju se je generiralo 81 ustreznih odgovorov, kar predstavlja 42 % povabljenih k sodelovanju. Od 81 ustreznih odgovorov je bilo 67 popolnih (34 % povabljenih oziroma 83 % ustreznih odgovorov), ostalih 14 (7 % povabljenih ali 17 % ustreznih odgovorov) pa je bilo le delno popolnih (praviloma je bil izpolnjen le prvi del, torej del o splošnih podatkih podjetja). Tako smo pri analizi upoštevali vzorec 67 podjetij, ki so anketo izpolnili v celoti. Razloge za pridobljen majhen vzorec je iskati v splošni nezainteresiranosti sodelovanja v raziskavah, v prepričanju, da raziskava ne bo anonimna, glede na nekatere dobljene odgovore o vzrokih nesodelovanja pa tudi v trenutnem stanju na trgu ter zasebnosti podatkov.

¹ Standardna klasifikacija dejavnosti je obvezen nacionalni standard, ki se uporablja za določanje dejavnosti in za razvrščanje poslovnih subjektov in njihovih delov za potrebe uradnih in drugih administrativnih zbirk podatkov ter za potrebe statistike in analitike v državi in na mednarodni ravni (Standardna klasifikacija dejavnosti (SKD), b.l.). Podjetja so tako razdeljena v 21 razredov (A-kmetijstvo in lov, gozdarstvo, ribištvo, B-rudarstvo, C-predelovalne dejavnosti, D-oskrba z električno energijo, plinom in paro, E-oskrba z vodo, ravnanje z odplakami in odpadki, saniranje okolja, F-gradbeništvo, G-trgovina, vzdrževanje in popravila motornih vozil, H-promet in skladiščenje, I-gostinstvo, J-informacijske in komunikacijske dejavnosti, K-finančne in zavarovalniške dejavnosti, L-poslovanje z nepremičninami, M-strokovne, znanstvene in tehnične dejavnosti, N-druge raznovrstne poslovne dejavnosti, O-dejavnost javne uprave in obrambe, dejavnost obvezne socialne varnosti, P-izobraževanje, Q-zdravstvo in socialno varstvo, R-kulturne, razvedrilne in rekreacijske dejavnosti, S-druge dejavnosti, T-dejavnost gospodinjstev z zaposlenim hišnim osebjem, proizvodnja za lastno rabo, U-dejavnost eksteritorialnih organizacij in teles).

Raziskava o bonitetnih agencijah v Sloveniji je vsebovala vprašanja namenjena ugotovitvi mnenja bonitetnih agencij o vzrokih za nastanek finančne krize ter o njihovih pogledih na trg bonitetnih agencij. Raziskava se je odvijala v obdobju od 3. 5. 2012 do 17. 5. 2012. Točnega števila podjetij, ki se ukvarjajo z bonitetnimi dejavnostmi, ni mogoče določiti, saj se na trgu poleg že omenjenih podjetij pojavljajo tudi posamezniki ali podjetja, ki ponujajo ocenjevanje kreditne sposobnosti. Prošnja za sodelovanje v raziskavi je bila poslana preko spletne pošte 10-im podjetjem, ki se ukvarjajo z bonitetnimi informacijami ali ponujajo ocenjevanje kreditne sposobnosti v Sloveniji (med zajetimi so bila že prej omenjena podjetja, ki so specializirana za ocenjevanje bonitet, torej AJPES, Creditreform, I d. o. o., Bisnode, Coface, kot tudi Slovenska izvozna družba ter podjetja, ki jih je poslovni imenik bizi.si ponudil kot mogoče ponudnike). Povabilo k sodelovanju v raziskavi je vsebovalo dopis, kateri je vseboval kratko predstavitev raziskave in povabilo k sodelovanju. V primeru odločitve sodelovanja, se jim je s klikom na povezavo odprla spletna aplikacija, ki je vsebovala vprašalnik (Priloga 2), s katero smo jim zagotovili popolno anonimnost njihovih odgovorov. Na spletno raziskavo se je odzvalo 5 podjetij, kar predstavlja 50 % povabljenih, od katerih so bili 3-je popolni (kar predstavlja 30 % povabljenih oziroma 60 % odzvanih podjetij), 2 pa sta odgovorila le delno (70 % povabljenih oziroma 40 % odzvanih).

Prav tako smo dne 9. 7. 2012 opravili polstrukturirani globinski intervju z vodjo sektorja za bonitetne in druge tržne storitve na AJPES-u, ga. Vando Zlatarev (Priloga 3 in Priloga 4), ki nam je predstavila delovanje bonitetnega oddelka v AJPES-u. Omejitev pri raziskavi o trgu bonitetnih agencij predstavlja zelo majhen vzorec, zaradi česar ne moremo predstaviti dejanskega trga bonitetnih agencij v Sloveniji. Vzrok za tako majhno odzivnost lahko prav tako iščemo v želji po nerazkrivanju podatkov. Ker so ankete izpolnjevali anonimno in sami, obstaja zaradi subjektivnosti možnost, da so nekateri odgovori, predvsem tisti, ki se navezujejo na njihovo delovanje, prirejeni. Dodatno oviro pri analiziranju podatkov predstavljajo pomanjkljivi podatki, saj nekateri niso odgovorili na vsa vprašanja.

Glede na dobljene podatke ugotavljamo, da slovenski trg bonitetnih agencij sestavlja le malo ponudnikov bonitetnih informacij. Če bi lahko rekli, da svetovni trg obvladujejo 3 podjetja (Moody`s, Standard & Poor`s, Fitch), lahko rečemo, da trg pri nas obvladuje AJPES, saj se je kar 64 % anketiranih podjetij, ki so se že kdaj odločili za nakup bonitetnih informacij, odločili za njih. Sledi ji Bonitetna hiša I d. o. o. z 12 %, manjši delež trga pa pripada Coface Intercredit d. o. o., Bisnode d. o. o. in Creditreform d. o. o.. Pomemben delež uporabnikov bonitetnih ocen predstavljajo banke, vendar kot že omenjeno se le-te praviloma ne poslužujejo nakupov bonitetnih ocen, temveč bonitete določajo znotraj bank.

Na slovenskem trgu lahko opazimo anomalijo, saj imamo na eni strani AJPES, ki izvaja bonitetno dejavnost v okviru tržne funkcije in deluje pod skrbnim nadzorom, medtem ko ostali ponudniki delujejo kot gospodarske družbe in niso podvržene takšnemu nadzoru kot

AJPES. Ker AJPES ponuja vse informacije na enem mestu², se lahko zgodi, da ostala podjetja te informacije kupijo in jih nato prodajajo naprej. Pomembno težo imajo vsekakor tržne akcije, katerih pa se AJPES ne poslužuje. Svoje storitve občasno oglašujejo preko oglasov v časopisih in revijah, kot so Delo, Kapital, Podjetniški kapital, Obrtnik, redkeje preko radijskih postaj. Pogosto sodelujejo na sejmih, kot je sejem Kapital, Obrtni sejem v Celju (kjer predstavljajo tako javno kot tržno funkcijo), javnih predavanjih, javnih naročnikih v Portorožu, seminarjih, imajo dan odprtih vrat, sodelujejo s Financami ... V nasprotju z AJPES-om imajo nekatere druge bonitetna podjetja agresivnejši pristop k trženju svojih storitev, predvsem pa niso omejeni s finančnimi sredstvi tako kot je to v AJPES-u. Ker bonitetna dejavnost v AJPES-u predstavlja tržno dejavnost, morajo stroške v celoti sami pokriti iz ustvarjenih prihodkov, kar pomeni, da morajo skrbno razmisliti, kako bodo delovali.

Dodatna značilnost slovenskega trga je, da se uporabniki ne odločajo za menjavo svojega ponudnika, kar lahko nakazuje na to, da so z njihovimi storitvami zadovoljni oziroma, da so v njihovih očeh najboljši ponudniki zelenih storitev. Morebitni dodatni razlog za nemenjavo ponudnika lahko iščemo v razkritju informacij, saj marsikatero podjetje nerado razkriva podatke zaupne narave.

Največji oziroma 100 % delež strank slovenskih agencij predstavljajo slovenska podjetja. Za potrebe strank nekateri ponudniki ponujajo tudi bonitetne ocene podjetjem v tujini, predvsem za Hrvaško, Makedonijo, nekatere pa tudi izven Evrope. AJPES ne ocenjuje tujih podjetij, izdaja pa bonitetna poročila v petih jezikih.

1.3 Vrste bonitetnih agencij in bonitetnih ocen

Na trgu bonitetnih agencij obstaja več različnih tipov agencij, ki se razlikujejo po velikosti, uporabljeni metodologiji, osredotočenosti na trge, specializiranosti ... Tako imamo na eni strani bonitetne agencije, ki se osredotočajo na posamezne regije ali panoge, na drugi strani pa agencije, ki delujejo mednarodno, pokrivajo več panog ...

Na splošno bi lahko bonitetne agencije razdelili v 2 tipa. V 1. skupino bi lahko uvrstili svetovne bonitetne agencije Moody`s, Standard & Poor`s in Fitch. Le-ti ocenjujejo vrednostne papirje in izdajateljevo sposobnost servisiranja prevzetih obveznosti, ki izvirajo iz teh papirjev. Izdajatelj jih za ocenjevanje najame in gre za dolgotrajen in drag odnos. V 2. skupino bonitetnih agencij bi lahko uvrstili agenciji Dunn & Bradstreet in Coface. Ti ocenjujejo tveganost dnevnih poslov. Najame jih nekdo, ki želi, da mu ocenijo njihovega

² Z registracijo na portal AJPES si uporabnik med drugim lahko pridobi brezplačen informacije iz poslovnega registra, registra transakcijskih računov, prebere si lahko objave sklepov in pisanj izdanih v postopkih zaradi insolventnosti, omogočen je vpogled v vpisnik zadev v postopkih zaradi insolventnosti VS RS in vpogled v aktivne zastavne pravice na premočninah, ki so neposredno zastavljene oziroma zarubljene, uporabnik lahko pridobi informacije iz letnih poročil subjektov za pretekli dve leti...

poslovnega partnerja. Pri ocenjevanju so neodvisni od ocenjevane družbe (Popit, 2010, str. 30).

Bonitetne ocene lahko razdelimo na tri vrste:

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

Najpogostejša in najbolj prepoznavna je kreditna bonitetna ocena oziroma bonitetna ocena plačilne sposobnosti, ki predstavlja mnenje bonitetne agencije o kreditnem tveganju določenega finančnega instrumenta ali subjekta v celoti. Znotraj kreditne bonitetne ocene ločimo med kratkoročno in dolgoročno kreditno bonitetno oceno, kjer ločnico predstavlja eno leto. Dolgoročna ocena predstavlja najpomembnejšo in hkrati tudi najbolj uporabljeno oceno, saj se lahko primerja tako mednarodno kot z ocenami ostalih bonitetnih agencij. Poleg osnovne kreditne bonitetne ocene Moody's ponuja še naslednje kreditne ocene: ocena nacionalne skale, mnenje glede tveganosti naložbe, ki je normirana v lokalni valuti, ocena finančne moči zavarovalnice, mnenje o notranji varnosti in trdnosti zavarovalnice, ocena ostalega bančnega dolga, mnenje o notranji varnosti in trdnosti bank, ki ne odraža verjetnosti povračila dolga, sposobnost banke, da bo pravočasno in v celoti povrnila dolgove, ocena likvidnosti tvegane stopnje, ocena implicitne dolžniške sposobnosti (Moody's investors service, 2012, str. 4–20).

Poleg kreditne bonitetne ocene lahko agencija, če podjetje želi, izda tudi nekreditno bonitetno oceno. Med nekreditne bonitetne ocene bi lahko šteli bonitetno oceno kvalitete vodstva, bonitetno oceno kvalitete storitev, bonitetno oceno kvalitete portfelja investicij, bonitetno oceno tržnih tveganj ... Poleg že naštetih bonitetnih ocen pa imamo še ostale bonitetne ocene, med katere bi lahko uvrstili bonitetne ocene podpore, bonitetne ocene finančne moči, pogojne bonitetne ocene, začasne bonitetne ocene, prioritete ocene, ocenjene ocene, interne ocene, postopke končane brez podelitve ocene, mnenje glede možnosti gibanja ocen v prihodnjem srednjeročnem obdobju, ekvivalentne ocene podjetja, obnovljene ocene. Slabost naštetih ocen je v neprimerljivosti z ocenami, ki bi jih izdale druge bonitetne agencije (Moody's investors service, 2012, str. 21–36).

Bonitetne ocene z vidika plačljivosti so lahko naročene, katere je potrebno plačati ali nenaročene, katere podjetje ne naroči in jih ni potrebno plačati. Cene bonitetnih ocen se razlikujejo od vrste bonitetnih ocen, koliko podatkov ocena nudi, ali se ocenjuje poslovni subjekt, finančni instrument ...

1.4 Vloga bonitetnih agencij

Bonitetne agencije igrajo na trgu pomembno vlogo. Opravljajo funkcijo informacijskega posrednika, nadzorstveno funkcijo, funkcijo certificiranja in ekonomsko funkcijo. S pomočjo

našteti funkcij skrbijo za zmanjšanje informacijske asimetrije in za zakonsko delovanje. V nadaljevanju opisujemo posamezne funkcije.

1.4.1 Funkcija informacijskega posrednika

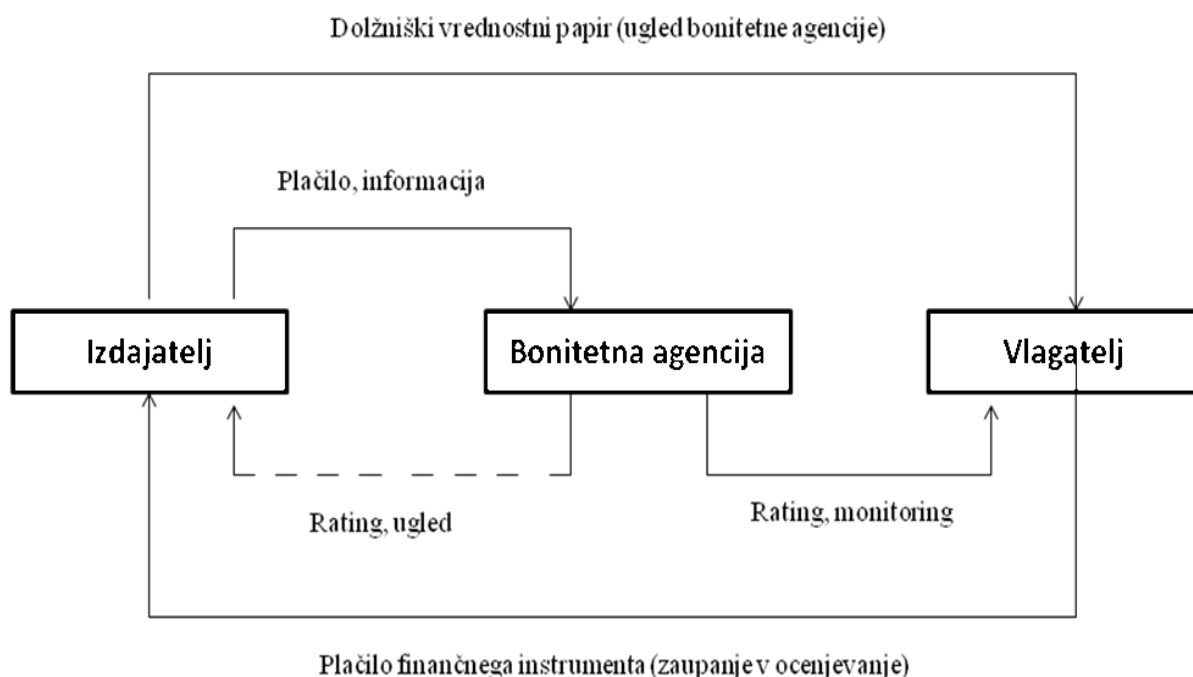
Najpomembnejša funkcija, ki jo bonitetne agencije izvajajo na trgu, je funkcija informacijskega posrednika, katerega glavni cilj je zmanjševanje informacijske asimetrije med vlagatelji in izdajatelji. Vsaka kreditna pogodba predstavlja odnos principal-agent. Posledica tega odnosa je nastanek informacijske asimetrije. Informacijska asimetrija nastane zaradi posedovanja večih ali skritih informacij, ki jih v procesu odobritve kredita poseduje izdajatelj dolga (agent) in ki jih vlagatelj nima. Nezaupanje vlagatelja v razpoložljive informacije, ki jih posreduje izdajatelj, povečuje stroške posla, saj zaradi nezaupanja vlagatelji zahtevajo dodatno premijo za svoje tveganje. Bonitetne agencije olajšajo ta odnos z zagotavljanjem ratinga, ki zmanjšuje informacijsko asimetrijo in s tem zmanjšujejo premijo za tveganje (Dittrich, 2007, str. 10).

Informacijska asimetrija se največkrat pojavlja pri slabše ocenjenih podjetjih. Razlog za to najdemo v soočanju teh firm s slabšimi novicami, zaradi katerih se velikokrat dogodi, da negativne novice zadržijo zase.

Na Sliki 1 prikazujemo vlogo bonitetne agencije kot informacijskega posrednika. Proces se začne s prodajo dolžniškega vrednostnega papirja vlagatelju. Cena za instrument raste v sorazmerju s kreditno sposobnostjo izdajatelja. Izdajatelj kupi bonitetno oceno pri ocenjevalni agenciji. Le-ta pridobi informacije od izdajatelja, čigar kreditno sposobnost ocenjuje in kateri ji plača za podeljeno oceno. To oceno nato ocenjevalna agencija posreduje naprej vlagatelju (Dittrich, 2007, str. 10).

Ker vlagatelji zaupajo v kredibilnost agencije, so vlagatelji pripravljene sprejemati nižje premije za tveganje, kot bi bili v primeru, če ratinga ne bi bilo. Izdajatelj bo kupoval oceno od bonitetne agencije vse dokler bo cena, ki jo izdajatelj plača agenciji, nižja od razlike med nižjo in višjo premijo, ko bi jomoral izdajatelj plačati. V času obstoja razmerja med izdajateljem in vlagateljem bo bonitetna agencija spremljala in prilagajala ocene (Dittrich, 2007, str. 10).

Slika 1: Bonitetna agencija v vlogi informacijskega posrednika



Vir: F. Dittrich, *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*, 2007, str. 10, slika 2.1.

1.4.2 Nadzorstvena funkcija

Izredno pomembno je stalno spremljanje in prilagajanje ocen trenutnim razmeram na trgu in v podjetju. Predvsem pomembno je, da se tekom dolžniškega razmerja vzpostavi nadzorni mehanizem, saj se ob pomanjkanju nadzora nad izdajateljem dolga lahko le-ti začno obnašati oportunistično in začnejo sprejemati odločitve v svojo korist ter zmanjšajo verjetnost vračila dolga vlagatelju. Z nadzorom, spremljanjem in spreminjanjem bonitetnih ocen lahko bonitetne agencije izvajajo nadzor nad morebitnimi takšnimi dejanji (Dittrich, 2007, str. 10).

Basel II dovoljuje bančnim regulatorjem, da omogočajo, da se banke pri oceni bonitete kreditov banki ali določenih vrednostnih papirjev zanašajo na ocene priznanih bonitetnih agencij (le te niso nujno priznane s strani regulatorjev). To vpliva na oceno njihovih rezervacij in na celoten proces bančnega nadzora (Partnoy, 2009, str. 15). Več o tem pišemo v nadaljevanju magistrskega dela.

1.4.3 Funkcija certificiranja

Bonitetne ocene služijo tudi kot regulatorno orodje v finančnem nadzoru na kapitalnem trgu. Slednje se pogosto imenuje funkcija certificiranja. To pomeni, da bonitetne agencije ne izdajajo oziroma ne določajo kreditnih ocen, ampak izdajajo tudi dovoljenja za dostop do kapitalnih trgov (Dittrich, 2007, str. 9).

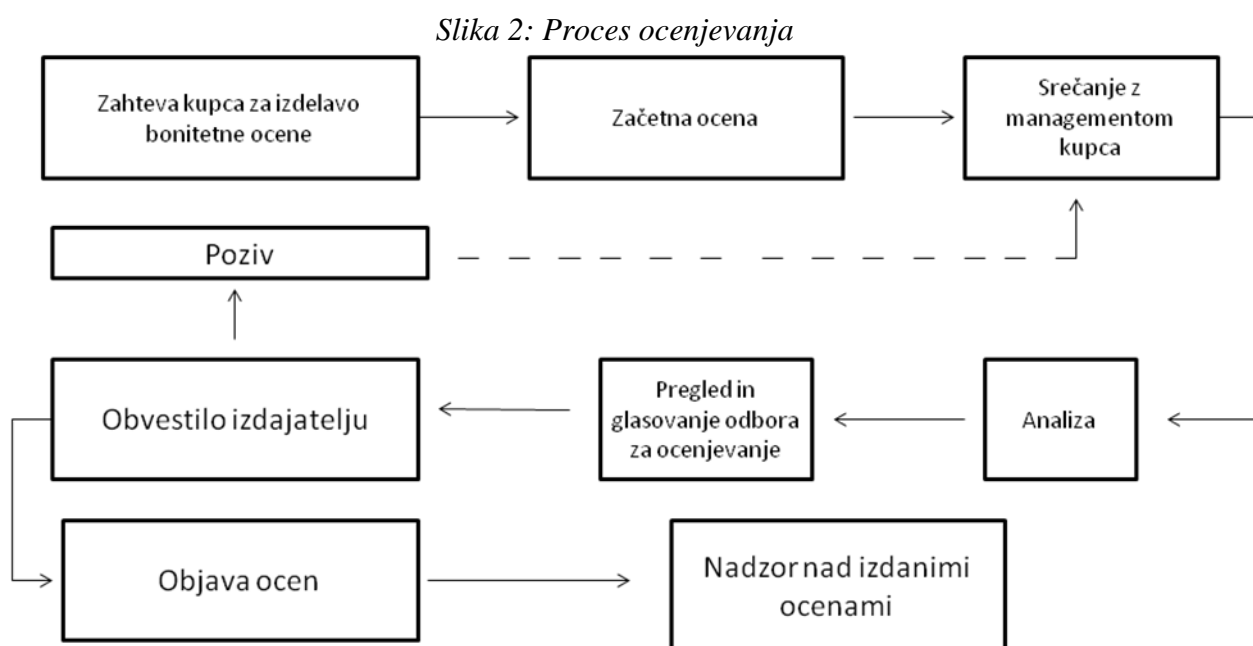
1.4.4 Ekonomska funkcija ocene

V gospodarskem smislu je uporaba bonitetnih ocen utemeljena z zagotavljanjem ekonomije obsega informacij na eni strani in njihovega doprinosa k reševanju problema principal-agent na drugi strani. Upniki in vlagatelji so ugotovili, da je zelo učinkovito uporabiti ocene pri vpeljavi in spremljanju njihovih transakcij zaradi ekonomije obsega. To je olajšalo dostop do kreditorejmalcev (Gonzales et. al, 2004, str. 7).

Bonitetne agencije so tudi predmet težav principal-agent, saj provizije, ki jih plačujejo izdajatelji za bonitetne ocene, predstavljajo glavni vir njihovih prihodkov. V času prvega pojava bonitetnih agencij problemov principal-agent ni bilo, ker prihodki bonitetnih agencij niso predstavljali le provizije s strani naročnikov oziroma izdajateljev (Smith & Walter, 2002, str. 2).

1.5 Določanje bonitetnih ocen

Proces ocenjevanja se med bonitetnimi agencijami razlikuje in je odvisen od samih bonitetnih agencij in metodologij, ki jih le-te uporabljajo pri svojem ocenjevanju. Nekatere bonitetne agencije se tako v veliki meri zanašajo na ocene analitikov, ki izhajajo iz kvalitativnih in kvantitativnih kazalnikov, druge pa poudarjajo uporabo kvantitativnih modelov, kjer ocenjevanje temeljni na statističnih analizah finančnih podatkov izdajatelja. Kljub različnim pristopom, ki jih uporabljajo bonitetne agencije, običajno sledijo določenim korakom v ocenjevanju instrumentov. Sam proces je zasnovan tako, da se čim bolj izkoristi izkušnje in znanja (The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, 2003, str. 4–5). Na Sliki 2 je predstavljen proces ocenjevanja in določitev ocen.



Vir: V. Baklanova, *Credit Rating Agencies and their Regulation*, 2009, str. 8.

Določanje bonitetne ocene poteka skozi številne faze, katere se lahko med bonitetnimi agencijami razlikujejo. Sam potek ocenjevanja lahko opišemo v naslednjih fazah: (Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries, 2006, str. 1–8):

Neformalni razgovor med bonitetno agencijo in naročnikom

Še pred samim začetkom procesa, ko se pri kupcu pojavi potreba po ocenitvi določenega instrumenta ali podjetja, se odvije prvi neformalni razgovor med bonitetno agencijo in naročnikom. Ta razgovor lahko vodi v dokončni dogovor s podpisom pogodbe. V praksi se naročnik bonitetne ocene pogosto odloči za več bonitetnih agencij, ki bodo ocenjevale isti instrument ali subjekt, saj tako lahko primerja dodeljene ocene in si zagotovi neodvisnost ocene (Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries, 2006, str. 1–2).

Seznanitev bonitetne agencije s splošnimi značilnostmi naročnika in pogovor z managementom naročnika

Namen seznanitve s splošnimi značilnostmi in pogovorom z managementom je zmanjšati informacijsko asimetrijo na najnižjo mogočo raven. V ta namen si bonitetne agencije pridobijo informacije iz čim večjega števila virov. Tako se opirajo na številne javno objavljene informacije v poslovnih in finančnih poročilih podjetij, statističnih poročilih, poročilih, vloženih pri organih za nadzor, gospodarskih poročil. Pri seznanjanju z naročnikom se lahko uporabijo tudi podatki, pridobljeni s strani analitikov, ki so jih pridobili pri interakciji z drugimi subjekti v tem sektorju (Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries, 2006, str. 1–2).

Langhorn in Langhorn (2009, str. 164) omenjata naslednje informacije, ki naj bi jih naročnik na začetku procesa posredoval bonitetni agenciji:

- najnovejše relevantne informacije o panogi in pozicioniranju podjetja na trgu,
- aktualni opis dejavnosti, proizvodov in obvladovanja tveganja,
- poslovni načrt,
- revidirana letna poročila za zadnjih 5 let,
- medletna finančna poročila za več nedavnih obdobj.

Specifične informacije, ki jih ni mogoče pridobiti iz objavljenih podatkov, pa bonitetne agencije pridobijo neposredno od samega naročnika. S poglobljenim pogovorom se pridobijo informacije, povezane z osnovnimi podatki, napovedmi, povratnimi informacijami o predlagani analitični raziskavi in podobno (Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries, 2006, str. 1–2).

Pri pridobivanju informacij se bonitetne agencije srečujejo tudi z zaupnimi podatki, katerih podjetja ne izdajo, kar pa lahko pomembno vpliva na končno izdano oceno, saj bi le-ta lahko bila drugačna, če bi poznali vsa dejstva (Langohr & Langohr, 2009, str. 164).

Cilj pogovora glavnega analitika z managementom je pregledati informacije v povezavi s ključnimi poslovnimi in finančnimi ocenami, politiko upravljanja in ostalih dejavnikov, ki imajo vpliv na bonitetne ocene. Za načrtovanje, pripravo in sodelovanje je odgovoren izdajatelj (Langohr & Langohr, 2009, str. 164–165). Na podlagi zbranih informacij bonitetna agencija izda bonitetno oceno. Če so informacije nepopolne ali neresnične, posledično pomeni, da je tudi bonitetna ocena lahko nepravilna.

AJPES dodeljuje 2 vrsti bonitetnih ocen: modelsko oceno in trenutno oceno. Prvo oceno predstavlja tako imenovana modelska ocena, ki je dana na podlagi zadnjega letnega poročila in napoveduje verjetnost, da bo v 12-ih mesecih od zadnjega letnega poročila prišlo do enega dogodka neplačil (prisilna poravnava, stečaj, likvidacija). V tej oceni se ne upošteva samo letno poročilo podjetja, temveč tudi relativni položaj podjetja v sektorju, kamor je uvrščeno glede na osnovno dejavnost ter relativni položaj posamezne sektorske podskupine v primerjavi z drugimi sektorskimi podskupinami. Upošteva se tudi ali je podjetje na novoustanovljeno ... Modelske ocene se gibajo od SB1 (najboljša ocena) do SB10 (najslabša ocena) oz. SB10d, če je podjetje že v dogodku neplačila.

Poleg modelske ocene pa naredijo tudi trenutno oceno, to je ocena na dan naročila. Slednja upošteva vse dogodke, ki so se zgodili po določitvi modelske ocene, pri čemer se upošteva tudi kratkoročna plačilna sposobnost, dogodki neplačevanja v podjetju, stanje v odvisnih družbah. Enkrat tedensko se vključujejo vsa revidirana poročila, ki so bila predložena AJPES-u. Na podeljeno oceno vpliva tudi mnenje revizorja. Jeseni (ko preteče rok za predložitev revidiranih letnih poročil, to je avgusta) pa se na podlagi predloženih revidiranih poročil preračuna modelske ocene. Če so podatki iz revizije vplivali na spremembe v modelu, se ocene preračunajo in se dodelijo nove modelske ocene.

Pregled in glasovanje ocenjevalnega odbora

Vse pridobljene ocene so razvrščene, pregledane in sprejete ali zavrnjene na podlagi postopka ocenjevalnega odbora. Analitik vključi informacije, pridobljene iz svojih raziskav, v svoje ocene priporočil. V tem času se še vedno vzdržuje dialog z organizacijo, predvsem zaradi reševanja odprtih vprašanj ali pridobivanja novih ali dodatnih informacij. Odbor obravnava informacije in s soglasno odločitvijo dosežejo ustrezno bonitetno oceno (Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries, 2006, str. 2).

Velikost odborov se razlikuje od bonitetne agencije do bonitetne agencije posebej. Odbor v Fitch Ratings večinoma sestavljajo najmanj 4-je analitiki. Običajno odbor vključuje vsaj enega analitika, z nazivom višji analitik/direktor, kateri ima vsaj 6–7 let lastništvo in/ali

določeno število dodatnih let predhodnih izkušenj na področju kreditnih trgov. Primarni analitik za kreditne ocene je običajno eden od volivcev zapisa. Ostale člane odbora se izbere na podlagi ustreznih izkušenj. Analitiki, ki so se šele pridružili Fitch, morajo običajno prestati trimesečno poskusno obdobje, v katerem nimajo glasovalnih pravic, vendar pa se lahko udeležujejo odborov (Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries, 2006, str. 2).

Odbor presoja o ustreznosti kvantitativnih in kvalitativnih vprašanj, s pomočjo katerih bi dosegli takšno oceno, ki bi najpravilnejše odražala tako sedanje stanje kot prihodnje delovanje ocenjevalnega subjekta. V primeru nerešenih vprašanj se odločanje o oceni odloži, dokler se ta vprašanja ne razrešijo.

Ocenjevalni odbor mora delovati neodvisno in učinkovito. V ta namen mora odbor (Asian Development Bank, 2000):

- biti neodvisen in ne sme obstajati možnost, da pride do navzkrižij interesov,
- biti sposoben se učiti iz svojih napak in uporabljati svoje izkušnje,
- sodelovati pri razvijanju pregledne metodologije določanja bonitetnih ocen,
- vzdrževati pregledne evidence o dejanski uspešnosti ocen, ki jih izda bonitetna agencija,
- določiti jasen postopek za posredovanje ocen naročniku/izdajatelju.

Obvestilo izdajatelju o dodeljeni bonitetni oceni

Pred samo javno objavo bonitetne ocene naj bi bonitetne agencije sporočile informacijo o dodeljeni oceni ocenjevalnemu subjektu.

Nadzor nad izdanimi ocenami

Izdane bonitetne ocene se stalno spremljajo. V primeru, ko se okoliščine na trgu spremenijo in je za pričakovati, da bodo te razmere imele vpliv na podjetje, je potrebno oceno prilagoditi in spremeniti.

AJPES na utemeljitve podeljenih ocen dobi zelo malo pritožb, ker so ocene objektivne in nepristranske. V primeru pritožb podjetij, da na njihovo panogo vplivajo specifične v določenem letu, za katere se ni vedelo vnaprej, se naredi revizija ocene.

1.5.1 Ocenjevalne lestvice

Vse mednarodno priznane bonitetne agencije uporabljajo ocenjevalno lestvico z mednarodno prepoznavnimi simboli. Ocene, ki jih izdajo bonitetne agencije, so razporejene po lestvici od najbolj tvegane (C, D, E) do najmanj tvegane (AAA). Med njimi obstaja ločnica, katera ločuje ocene netvegane stopnje od ocen tvegane stopnje. Slednje je prikazano na Sliki 3.

Slika 3: Lestvica mednarodnih ocen dolgoročnega kreditnega tveganja

	Fitch, S&P's	Moody's
Ocene netvegane stopnje	AAA	Aaa
	AA+	Aa1
	AA	Aa2
	AA-	Aa3
	A+	A1
	A	A2
	A-	A3
	BBB+	Baa1
	BBB	Baa2
	BBB-	Baa3
Ocene tvegane stopnje	BB+	Ba1
	BB	Ba2
	BB-	Ba3
	B+	Caa
	B	Ca
	B-	C

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

Agenciji Standard & Poor's in Fitch uporabljata enake simbole, medtem ko Moody's uporablja svoje simbole. Moodyjeve ocene so sestavljene iz velikih in malih tiskanih črk. Pri simbolih od Aa do Caa so dodane še številčne oznake, in sicer dodajo številko 1, 2 ali 3. Standard & Poorova in Fitchova lestvica ocen se od Moodyjeve razlikuje po vrsti simbolov, saj uporabljata le velike tiskane črke, od najvišje ocene AAA do najnižje D. Naslednja razlika, ki jo lahko opazimo je, da pri ocenah od AA do CCC ne dodajata številke, temveč dodata oznaki + ali -. S slednjimi oznakami tako povejo, ali je ocena na višji ali nižji ravni določene kategorije. Agencije poudarjajo, da so njihove ocene edinstvene in jih zaradi specifičnosti metodologije, ki jo posamezna agencija uporablja, ne moremo primerjati med seboj. Zaradi različnih oznak in pojmovanja, bi lahko to imelo negativen učinek na uporabnika ocene, saj le-ta ne bi mogel dobiti popolne slike o tveganosti naložbe (Lampe, 2007, str. 39–41).

Čeprav se ocenjevalne lestvice pri posameznih agencijah razlikujejo, bi lahko njihove ocene po lestvicah primerjali med seboj oziroma bi lahko naredili vzporednice med njimi. V Tabeli 1 je prikazana obrazložitev ocen za 3 vodilne svetovne agencije.

Tabela 1: Definicije dolgoročnih simbolov ocen agencij

FITCH	STANDARD & POOR`s	MOODY`s	Razlaga ocene
AAA	AAA	Aaa	Najvišja možna ocena. Sposobnost dolžnika za izpolnitev njegovih obveznosti je izjemno visoka. Stopnja tveganja je najmanjša.
AA+ AA AA-	AA+ AA AA-	Aa1 Aa2 Aa3	Le manjša stopnja razlikovanja od najvišje ocene. Sposobnost izpolnitve obveznosti je zelo visoka, vendar je že zaznana večja verjetnost tveganja na dolgi rok kot pri oceni AAA oziroma Aaa.
A+ A A-	A+ A A-	A1 A2 A3	Ocenjuje se večja verjetnost občutljivosti dolga na potencialne zunanje spremembe. Sposobnost izpolnitve obveznosti je še vedno visoka.
BBB+ BBB BBB-	BBB+ BBB BBB-	Baa1 Baa2 Baa3	Obveznost s to oceno kaže primerno stopnjo varnosti. Sposobnost izpolnitve obveznosti postaja šibkejša. Vse ocene nižje od te postavljajo sposobnost za izpolnitev obveznosti pod vprašaj.
BB+ BB BB-	BB+ BB BB-	Ba1 Ba2 Ba3	Ocene nižje od BB, vključno z BB, so špekulativne. V ospredju je večja občutljivost na potencialne nestabilnosti in neugodne spremembe, ki lahko privedejo do neprimerne spodobnosti plačila.
B+ B B-	B+ B B-	B1 B2 B3	Čeprav je dolg oziroma dolžnik še sposoben poravnati obveznosti, je občutljivost večja kot pri oceni B.
CCC+ CCC CCC-	CCC+ CCC CCC-	Caa1 Caa2 Caa3	Trenutna situacija je nestabilna.
CC	CC	Ca	Trenutna situacija je zelo nestabilna.
C	C	C	Ta ocena kaže stanje, ki je zrelo za stečaj, vendar se trenutno obveznosti iz dolga še plačujejo.
DDD	D		Dolžniški instrument ocenjen z D je nesposoben poravnave obveznosti.

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

Tako kot svetovne bonitetne agencije, tudi slovenska podjetja uporabljajo lestvico za ocenjevanje. AJPES uporablja model S-BON, ki je razvit po zahtevah Basla II, kar pomeni, da zasleduje vse cilje neodvisnosti, točnosti, jasnosti in ponovnega preverjanja ocen. Tako AJPES uporablja lestvico, ki slovenska podjetja glede na njihovo kreditno tveganje razvrsti v 10 bonitetnih razredov³ s pripadajočimi bonitetnimi ocenami od SB1 (najboljša) do SB10 (najslabša). Bonitetne ocene so določene z razponom verjetnosti, da bo pri ocenjevanem podjetju prišlo do nastopa vsaj enega od vrst dogodka neplačil v obdobju 12-ih mesecev po datumu računovodskih izkazov, ki so bili podlaga za določitev bonitetne ocene. Prvih 10 bonitetnih ocen (od SB1 do SB10) predstavlja razrede plačnikov, SB10d pa razred neplačnikov. Ocena SB10d je predpisana podjetjem, pri katerih dejansko pride do nastopa

³ Opis posameznih razredov bonitetne lestvice, ki jo uporablja AJPES, je predstavljena v Prilogi 5.

dogodka neplačila, ne glede na bonitetno oceno, ki jo je imelo podjetje pred nastopom dogodka neplačila (Grum, 2010, str. 14).

V letu 2011 je AJPES podelil več kot polovici naročnikom bonitetno oceno SB5 ali boljšo. Zaradi eksponentnega naraščanja verjetnosti neplačila po bonitetnih ocenah je povprečna napovedana verjetnost neplačila pri bonitetni oceni SB7 približno enaka povprečni verjetnosti neplačila, kot velja za vsa slovenska podjetja. Zaradi tega AJPES tudi ne deli več bonitetnih ocen na investicijske in špekulativne ocene (AJPES, 2012a, str. 81–82).

V letu 2011 je AJPES začel uporabljati model za določanje bonitetnih ocen zadrug in samostojnih podjetnikov. Z razširitvijo ocenjevanja na te poslovne subjekte je zagotovili pripis bonitetnih ocen za skoraj vse pravno-organizacijske oblike subjektov, ki se pojavljajo na razpisih in si konkurirajo na trgu. Tako se samostojni podjetnik lahko odloči za izdajo krajše pisarne bonitetne informacije o samostojnem podjetniku (S.BON-1), ki med drugim vsebuje slovensko bonitetno oceno SB po modelu S.BON AJPES za podjetnike, podatke o kratkoročni plačilni disciplini podjetnika, splošne podatke o podjetniku, dejavnike tveganja podjetnika in primerjavo z vsemi podjetniki. Lahko se zaprosi tudi za spletno bonitetno oceno (eS.BON), ki je namenjena za preverjanje kreditne sposobnosti podjetnika elektronsko, s pomočjo interneta. Tretja možnost, ki obstaja za samostojne podjetnike, pa je izdaja informacije o tekoči plačilni sposobnosti samostojnega podjetnika (BON-2). Slednja ne vsebuje slovenske bonitetne ocene SB po modelu S.BON AJPES, temveč vključuje le splošne podatke o podjetniku, podatke o prejemkih in izdatkih podjetnika v tekočem letu in podatke o morebitnih nedospelih obveznostih. Zadrugam pa so od maja 2012 na voljo 2 vrsti bonitetnih informacij: podrobnejša S.BON-1/P ali krajša pisarna bonitetna ocena o zadrugi S.BON-1 (AJPES, 2012).⁴

Bonitetne ocene, ki jih podeli AJPES po sistemu S-BON AJPES, se lahko primerjajo z bonitetnimi ocenami, ki jih podelijo Moody`s, Standard & Poor`s in Fitch. V Tabeli 2 je predstavljena povezava ocen, ki jih podeli AJPES, z ocenami, ki jih podeli agencija Moody`s (za lažje razumevanje in nadaljnjo primerjavo z ocenami bonitetnih agencij Standard & Poor`s in Fitch, je AJPES priložil še tabelo primerljivih ocen med omenjenima in Moodyjem). Slednje je zelo pomembno, saj pred tem naročniki ocen niso mogli primerjati bonitetnih ocen, ki jih je izdal AJPES in ocen, katere so izdale priznane bonitetne agencije zunaj Slovenije.

⁴ Predstavitev bonitetnih agencij v Sloveniji, vključno s predstavitvijo bonitetnih lestvic, je obravnavala Šturman (2004). V delu predstavljamo le AJPES-ovo lestvico, ki so jo v letu 2012 nekoliko prenovili in je sedaj mednarodno primerljiva.

Tabela 2: Vzporednost bonitetnih ocen izdanih s strani AJPES-a in Moody`s

S.BON AJPES	Spodnja sprejemljiva bonitetna ocena podjetja Moody`s, ki ustreza izbrani bonitetni oceni S.BON AJPES
SB1	Do vključno Aa2
SB2	Do vključno Aa2
SB3	Do vključno A1
SB4	Do vključno A3
SB5	Do vključno Baa1
SB6	Do vključno Baa2
SB7	Do vključno Baa3
SB8	Do vključno Ba2
SB9	Do vključno Ba2
SB10	Do vključno Ba2

Vir: AJPES, Novosti pri pripisu bonitetnih ocen S.BON AJPES za leto 2012, 2012.

1.6 Uporabniki bonitetnih informacij

Na trgu bonitetnih agencij se pojavljajo številni udeleženci, od bonitetnih agencij, kupcev oziroma uporabnikov bonitetnih ocen, ocenjevanih podjetij do nadzornikov.

Razloge v iskanju oziroma nakupu bonitetnih ocen lahko iščemo v (Fight, 2001, str. 5):

- dostopu do kapitalskih trgov: če želi podjetje vstopiti na kapitalski trg in trgovati z dolžniškimi vrednostnimi papirji, potrebuje bonitetno oceno;
- ustvarjanju tržnega ugleda: z bonitetno oceno je lažje vključevanje v svetovni finančni sistem;
- nižjih stroških financiranja: z bonitetno oceno se lahko zniža stroške financiranja, slednje velja predvsem za še relativno neznana podjetja;
- razlikovanju od konkurence: v panogah, kjer je diferenciacija med ponudniki le težka, lahko ravno bonitetna ocena pripomore k diferenciaciji podjetja od ostalih ponudnikov;
- pripravi osnove za privatizacijo ali izdajo delnic.

Med najpogostejše uporabnike bonitetnih ocen lahko uvrstimo vlagatelje, posrednike, kreditojemalce, izdajatelje, vlade, kreditne institucije, investicijska podjetja, zavarovalnice, pozavarovalnice. Vsak od naštetih udeležencev kupuje bonitetne ocene iz več razlogov, vsem pa je skupno, da želijo na ta način znižati stroške kreditiranja. V Sloveniji glavne naročnike predstavljajo pravne osebe in samostojni podjetniki posamezniki, manj pa je fizičnih oseb. Finančni trgi v času finančne krize so postali nestabilni, prav tako se zmanjšuje zaupanje v poslovne partnerje, da bodo lahko poravnali svojo obveznost. Zaradi zmanjšane zaupanja in nestabilnega trga bi pričakovali, da se bo povpraševanje po bonitetnih ocenah v času svetovne

finančne krize povečalo. Rezultati raziskave nam povedo, da 39 % anketiranih podjetij kupuje na enaki ravni kot pred krizo, nekaj manj (33 % anketiranih podjetij) pa jih sploh ne kupuje.⁵

Glede na to, da je 69 % anketiranih podjetij že kdaj kupilo bonitetno oceno, lahko sklepamo, da povpraševanje po bonitetnih ocenah obstaja, zlasti med večjimi podjetji in da se ta odstotek v času finančne krize ni bistveno spremenil. 19 % anketiranih podjetij je odgovorilo, da v času svetovne finančne krize kupuje več bonitetnih ocen, vendar ne moremo reči, da se to pojavlja le v določenih panogah. Lahko pa trdimo, da se bolj razvite panoge, kot so farmacija, varovanje, informacijska tehnologija, elektroenergetika ..., večkrat poslužujejo nakupa bonitetnih ocen, v povprečju od 5–20 krat letno, medtem ko ostala podjetja kupijo ocene 1–5 krat letno. Razloge za takšen izid bi lahko iskali v poslabšanju splošnega stanja plačilne discipline v Sloveniji. Največkrat se njihova odločitev za nakup bonitetnih ocen pojavi pri morebitnem novem poslovnem sodelovanju. Podjetja, katerih letni prihodek presega 1.000.000 EUR, se bonitetnih ocen poslužujejo tudi pri odločanju o naložbah v tuja podjetja ter pri prijavljanju na javne razpise, medtem ko podjetja z nižjimi letnimi prihodki kupujejo bonitetne ocene kot pomoč pri pridobivanju posojil in vzpostavljanju novih poslovnih sodelovanj. Po pojasnilu AJPES se veliko podjetij odloči za nakup bonitetnih ocen tudi za namene sodelovanja na javnih razpisih.

Pri trenutni situaciji, ki vlada v Sloveniji, bi lahko rekli, da podjetja dobro premislijo s katerimi kupci ali dobavitelji bodo sodelovali, saj je od njihovega stanja odvisen nadaljnji obstoj podjetja. Glede na to, da je bilo med anketiranimi podjetji veliko številno takšnih, ki prihajajo iz panog, kjer se kriza najbolj pozna, ni presenetljivo, da najmanj podjetij kupuje oceno, ko se odloča za nakup ali vložek v drugo podjetje. Naše mnenje je, da bi v primerih, ko bi podjetja imela dovolj denarja in bi se odločala za investiranje v neko podjetje, le-ta zahtevala bonitetno poročilo o tem podjetju. Povečanje povpraševanja v času krize opažajo tudi ponudniki, saj je 60 % anketiranih agencij mnenja, da se je povpraševanje po ocenah povečalo, medtem ko so ostali mnenja, da je povpraševanje ostalo na enaki ravni. Povpraševanje po bonitetnih ocenah je zaznati tudi v AJPES-u. Razloge je potrebno iskati ne le v krizi, temveč tudi v dejstvu, da so ravno v času, ko se je svetovna finančna kriza začela širiti in poglobljati, uvedli sistem ocenjevanja podjetij po modelu S.BON.

Na trgu bonitetnih agencij se nahajajo številne skupine uporabnikov bonitetnih ocen, ki jih predstavljamo v nadaljevanju.

1.6.1 Vlagatelji

Vlagatelji, kot so podjetja in posamezniki, najpogosteje uporabljajo bonitetne ocene kot pomoč pri ocenjevanju kreditnega tveganja, sprejemanju odločitev o investiranju v naložbe in

⁵ Podrobnejša analiza nakupov bonitetnih ocen po vzorčenih podjetjih po panogah, iz katere izhajajo je prikazana v Prilogi 6.

pri upravljanju svojih portfeljev. Vlagatelji za svoje tveganje v naložbo v neko podjetje ali instrument zahtevajo neko nadomestilo, ki ga izdajatelj plača skozi višjo obrestno mero. Ocene tako pomagajo zmanjšati negotovost za vlagatelje, prav tako pripomorejo k zmanjšanju stroškov kapitala za izdajatelje (Australian Securities and Investments Commission, 2008, str. 6–7). Nasprotno od podjetij in posameznih vlagateljev, pa institucionalni vlagatelji (banke, vzajemni skladi, pokojninski skladi, zavarovalne družbe) uporabljajo bonitetne ocene za dopolnitev svojih kreditnih analiz. Institucionalni vlagatelji pogosto uporabljajo bonitetne ocene kot pripomoček za določitev pragov za kreditno tveganje. Čeprav bonitetne ocene pokažejo kreditno kvaliteto ocenjevanega papirja, podjetja ..., je potrebno poleg ocen upoštevati tudi lastne analize (Standard & Poor`s, 2010, str. 6).

1.6.2 Posredniki

Bonitetne ocene uporabljajo tudi posredniki (investicijski bankirji). Slednji nudijo pomoč pri učinkovitem in enostavnejšem pretoku kapitala od vlagateljev do izdajateljev. Pri tem lahko uporabijo bonitetne ocene kot pomoč pri določanju relativnega kreditnega tveganja različnih dolžniških papirjev, kot tudi za določitev začetnih cen za posamezne dolžniške papirje ter določitev obrestne mere teh papirjev, ki jih bodo izdajatelji morali plačati (Standard & Poor`s, 2010, str. 6).

1.6.3 Izdajatelji

Izdajatelji, vključno s finančnimi institucijami, nacionalnimi vladami, državami, državnimi organi, mesti ..., uporabljajo bonitetne ocene pri zagotavljanju neodvisnih mnenj njihove kreditne sposobnosti in kreditne kvalitete njihovih obveznic. Izdajatelji uporabljajo bonitetne ocene kot pripomoček pri sporočanju relativne kreditne kvalitete (sposobnosti) obveznic (angl. *debt issues*). V splošnem naj bi veljalo, da bo izdajatelj z nižjo kreditno sposobnostjo običajno moral plačati višjo obrestno mero, da bi izravnal večjo kreditno tveganje prevzetega s strani vlagateljev (Standard & Poor`s, 2010, str. 7).

Poleg zgoraj naštetih razlogov, zakaj se bonitetnih ocen poslužujejo izdajatelji, je razlog tudi v izboljšanju tržnosti, oblikovanja cen svojih finančnih obveznosti, povečanja njihove zanesljivosti v očeh nasprotne stranke, ali ker želijo prodati vrednostne papirje vlagateljem (Becker & Milbourn, 2010, str. 11).

1.6.4 Poslovne in finančne institucije

Bonitetnih ocen se poslužujejo tudi podjetja in finančne institucije, ki so vključene v občutljive kreditne transakcije. Med slednje lahko uvrstimo institucije, ki se ukvarjajo s posojili denarja. Le-te se najpogosteje poslužujejo bonitetnih ocen za ocenitev nasprotne stranke, predvsem tveganja, da stranka ne bo zmogla izpolniti svojih obveznosti, zapisanih v pogodbi (Standard & Poor`s, 2010, str. 7).

Izdajatelji oziroma kupci bonitetnih ocen kupijo ocene iz različnih razlogov. Med najpogostejšimi razlogi lahko najdemo izboljšanje tržnosti, oblikovanje cen svojih finančnih obveznosti, povečanje njihove poslovne zanesljivosti pri partnerjih. Vlagatelji, finančni posredniki, regulatorji pa ocene uporabljajo kot kazalnik tveganja (Becker & Milbourn, 2010, str. 13).

V času svetovne finančne krize so na bonitetne agencije leteli mnogi očitki o nestrokovnem ravnanju. Med njimi so bili najpogostejši očitki o nepreglednosti delovanja, nekonsistentnosti, napakah v modelih vrednotenij, procikličnosti, navzkrižjih interesov, nezadostnem razkrivanju informacij o postopkih vrednotenij, selektivnem posredovanju informacij ocenjevalnim bankam (Taškar Beloglavec & Taškar Beloglavec, 2010, str. 34).

1.7 Pozitivne in negativne strani bonitetnih agencij

Delovanje bonitetnih agencij ima tako pozitivne kot negativne vplive na udeležence na trgu. V nadaljevanju predstavljamo pozitivne strani bonitetnih agencij ter tri največje negativne strani, s katerimi se soočajo bonitetne agencije.

1.7.1 Pozitivne strani bonitetnih agencij

V času, ko je trg nestabilen, se vedno več podjetij odloči za nakup bonitetnih ocen pri bonitetnih agencijah. Kot smo omenili do sedaj, se številni odločajo za bonitetne ocene, bodisi ker imajo za njih pozitiven učinek, bodisi vidijo možnost v (Krebsz, 2010, str. 48):

- izboljšanju fleksibilnosti financiranja,
- zmanjšanju stroškov izposojanja kapitala,
- večji in lažji dostopnosti do kapitalskega trga,
- ocenitvi tveganosti naložb.

Za vlagatelje in posojilodajalce predstavljajo bonitetne ocene instrument za (Krebsz, 2010, str. 48):

- ugotavljanje kreditnega tveganja,
- ocenitev premije za tveganje,
- ugotavljanje prihodnje kreditne uspešnosti obveznic,
- spremljanje in prilagajanje portfelja,
- spremljanje tveganosti nasprotne stranke.

Bonitetne agencije z ratingi pomagajo vlagateljem pri odločitvah glede naložb. Bonitetne agencije zmanjšujejo informacijske stroške in odpravljajo informacijsko asimetrijo, katero omenjamo v poglavju 1.4.1. Poleg tega ustvarjajo pozitivne eksternalije v obliki informacij javnega značaja, katerih agencija ne more pridobiti (Smith & Walter, 2002, str. 43).

Prednosti, ki jih prinašajo bonitetne ocene izdajateljcem so (Krebsz, 2010, str. 48):

- manjši stroški zadolževanja,
- zmanjšanje stroškov javne izdaje obveznic,
- ocene pomagajo izboljšati ugled in podobo podjetja,
- ocene pripomorejo k hitrejši rasti podjetja,
- dostop do širše baze vlagateljev,
- priznanje relativno neznanih podjetij,
- boljši dostop do finančnih sredstev: bonitetne ocene predstavljajo za izdajatelje sredstvo za dostop do kapitala pod boljšimi pogoji glede cene, ročnosti in obsega tako izdaje dolžniških finančnih instrumentov kot ponudbe potencialnih vlagateljev. Dana visoka bonitetna ocena izdajateljcem omogoča vstop na mednarodne finančne trge.

1.7.2 Kritike bonitetnih agencij

Ne glede na to, da bonitetne agencije prinašajo mnogo dobrega za udeležence na trgu, so po drugi strani deležne mnogo kritik, saj se na trgu dogaja, da izkoriščajo svojo moč in podležejo navzkrižjem interesom. Razlogi, zakaj naj bi bile bonitetne agencije krive za nastanek finančne krize, ki jih predstavljamo v poglavju 2, izhajajo iz treh glavnih dejavnikov, predstavljenih v nadaljevanju.

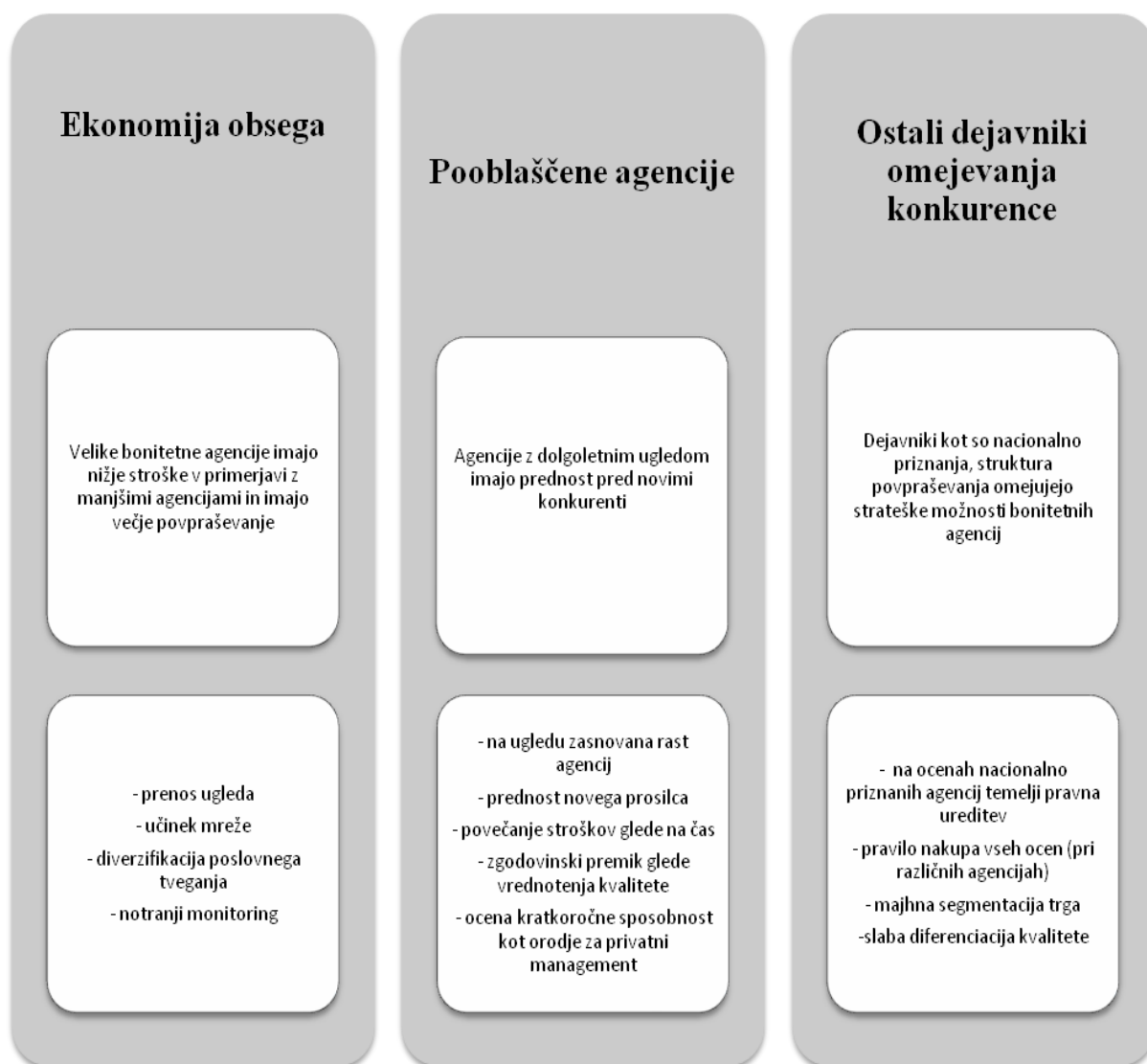
1.7.2.1 Pomanjkanje konkurence na trgu bonitetnih agencij

Trg bonitetnih agencij lahko uvrstimo med oligopolne trge, saj poseduje značilnosti le-tega kot so manjše število velikih podjetij in veliko manjših podjetij ter velike ovire za vstop v panogo. Največji oviri za vstop v panogo sta uveljavljenost in ugled večjih podjetij ter veliki začetni stroški. Velika koncentracija treh velikih in vodilnih podjetij lahko povzroči nizko stopnjo konkurenčnosti in negativno vpliva na kakovost bonitetnih ocen (European Commission, 2010, str. 19). Ugled in uveljavljenost velikih podjetij ima veliko konkurenčno prednost pred podjetji, ki želijo vstopiti na trg, saj se podjetja raje odločajo za uveljavljena in priznana podjetja kot za začetnike.

Razlog za takšno stanje na trgu je, da imajo že obstoječe agencije, predvsem velike, že veliko prednost na trgu, medtem ko si morajo nova podjetja še ustvariti ugled. Tako imajo obstoječa podjetja že zgrajen ugled, vlagatelji na splošno raje izbirajo vodilna podjetja na trgu, kar jim ob povečanem povpraševanju zagotavlja poslovanje z manjšimi stroški. Velikost podjetij je pomembna pri gradnji ugleda, saj vlagatelji na splošno raje izberejo vodilna podjetja na trgu. Velikost pa se kaže tudi kot pomembni dejavnik pri razpršenosti tveganj. Vsi ti dejavniki pa vplivajo, da vlagatelji raje izberejo njih, zaradi česar se poveča povpraševanje in posledično lahko poslujejo z nižjimi stroški.

Na trg bonitetnih agencij vplivajo številni dejavniki, kateri so prikazani na Sliki 4.

Slika 4: Glavni elementi, ki vplivajo na konkurenco na trgu bonitetnih agencij



Vir: F. Dittrich, *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*, 2007, str. 93, slika 4.9.

Kot vidimo, na doseganje ekonomije obsega vplivajo ugled agencije, učinek mreženja, notranji monitoring in diverzifikacija poslovnega tveganja. Eden izmed razlogov, da je trg omejen, najdemo tudi v dejstvu, da imajo agencije z dolgoletnim ugledom prednost pred novimi podjetji.

Večja konkurenca na trgu bonitetnih agencij bi nedvomno izboljšala stanje in ponovno povrnila zaupanje v trg bonitetnih agencij. Dejstvo je, da bi večja konkurenca povečala in izboljšala natančnost dodeljenih ocen. Podjetja bi posledično vlagala več finančnih sredstev v bonitetne postopke, v želji izboljšati njihovo kakovost in točnost, kar bi privedlo do boljših, natančnejših ocen (Setty & Dodd, 2003, str. 7).

Na slovenskem trgu je bonitetnih agencij, ki ponujajo bonitetne ocene, malo. Kljub temu nekatere agencije menijo, da je konkurenca preveč, čeprav jih večina le priznava, da jo

primanjkuje. Razlog za mnenje o preveliki konkurenci bi lahko našli v relativni majhnosti teh podjetij in občutku ogroženosti s strani večjih agencij.

1.7.2.2 Navzkrižja interesov

Največja kritika bonitetnih agencij se nanaša na slabo obvladovanje navzkrižij interesov. Le-ta se pojavljajo v vseh fazah ocenjevalnega postopka, tako na ravni posameznih analitikov kot na ravni celotne bonitetne agencije. Tako se navzkrižje interesov lahko pojavi že ob samem začetku procesa, v času srečanja osebja agencije s korporativnim managementom, pri sestavljanju javnih in zasebnih informacij. Naslednja nevarna točka pojava navzkrižja interesov predstavlja priprava priporočila za ocenjevalni odbor in med sejo odbora, kjer le-ta dokončno sprejme ali zavrne oceno. Nenazadnje se lahko pojavi tudi, ko je ocena že znana, vendar še ni javno objavljena ter pri nadzoru dodeljenih ocen, ko se lahko določenega subjekta ponovno oceni, ker je prišlo do nepričakovane, a bistvene spremembe na trgu ali podjetju, ki bi lahko vplivala na oceno ocenjevanega subjekta (Smith & Walter, 2002, str. 32).

V nadaljevanju predstavljamo vrste navzkrižij interesov, ki se lahko pojavljajo na ravni posameznikov in na ravni celotne agencije.

Navzkrižja interesov na ravni analitikov izhajajo iz naslednjih dejanj ali razmerij (Bai, 2010, str. 260–261):

- lastništvo vrednostnih papirjev ocenjevanega subjekta: zaposleni v bonitetni agenciji imajo v lasti vrednostne papirje ali tržne instrumente izdajateljev, katerih ocenjujejo. Ta vrsta konflikta obstaja tudi v primeru, če osebe, ki imajo v lasti vrednostne papirje, niso neposredno vključene v ocenjevalni postopek, saj lahko pomembno vpliva na kolege in analitike, ki sodelujejo v tem postopku;
- položaj zaposlenega ali vodilnega pri ocenjevalnem subjektu: navzkrižje interesov se v tem primeru pojavi, ko zaposleni v bonitetni agenciji služijo kot direktorji ali uradniki v ocenjevanem subjektu;
- poslovni odnos zunaj rednega poslovanja ali posebni osebni odnos;
- sprejemanje daril od ocenjevanih subjektov: ta darila povečini lahko presegajo nominalno vrednost. Kot posledica se s tem izgubi nepristranskost ocenjevanja subjekta;
- določitev nadomestila analitiku, ki temelji na proviziji ocenjevanja.

Poleg navzkrižij interesov, ki se pojavljajo na ravni analitika, pa obstajajo tudi **navzkrižja interesov na ravni bonitetne agencije**. Na tej ravni se navzkrižja interesov lahko pojavijo zaradi naslednjih dejanj ali razmerij (Bai, 2010, str. 261–265):

- povezanost izdajatelja z agencijo: vključuje ocene/rating bonitetnih agencij;
- systemske storitve na ocenjevanih subjektov: vključuje rating agencije, ki ocenjuje vrednostne papirje izdajatelja, za katerega bonitetne agencije opravljajo tudi pomožne storitve, kot so prestrukturiranje dolga, ocenjevanje tveganosti, svetovanje na splošno ...;

- velik vpliv naročnika: vključuje bonitetno agencijo, ki ji naročniki plačujejo za dostopanje do bonitetnih ocen;
- izdajatelj plača model: navzkrižje izhaja iz poslovnega modela, ko bonitetne agencije izdajateljem zaračunavajo provizijo. Jasno je, da je bonitetna agencija plačana le, če je bonitetna ocena izdana (več o tem bomo pisali v nadaljevanju).

1.7.2.3 Zapletena metodologija

Bonitetne agencije se pri ocenjevanju nekega finančnega instrumenta ali subjekta poslužujejo tako kvalitativnih kot kvantitativnih metod ocenjevanja. Kvantitativni ukrepi se uporabljajo za ocenjevanje preteklih rezultatov in trendov, medtem ko se s kvalitativnimi postopki oceni podatke, povezane s suverenostjo ekonomskih, političnih in družbenih dejavnikov. Moody`s razvršča informacije v 4 širše kategorij, Standard & Poor`s v 10.⁶ Fitch v primerih, ko ocenjuje suverenost ocenjevalca, le-tem pošlje vprašalnik za zasebne informacije o višini dolga, o njihovem pogledu na njihovo sposobnost poravnave dolga. Vprašalnik se spreminja glede na države. Namen takšnega pristopa je pridobiti občutljivejše podatke, ki jih drugače ne bi dobili, ker so občutljivi za javnost. Na podlagi pridobljenih informacij nato preučijo področja davčne politike in izvajanje le-te, demografsko področje, trenutno finančno situacijo, odprtost gospodarstva, odpornost na nestabilne situacije in stabilnost političnih institucij (Setty & Dodd, 2003, str. 3–6).

V času, ko so se bonitetne agencije začele pojavljati na trgu, so večino njihovih prihodkov sestavljale provizije naročnikov ocen. Z razvojem tehnologije in trga je postalo vedno težje prepričati naročnike, da bi prodali oceno naprej. Bonitetne agencije so zato leta 1970 začele v manjši meri uporabljati model, ki se opira na vlagatelja, v večji meri pa model, pri katerem provizijo in ceno plača izdajatelj (Hill, 2004, str. 50).

White (2010, str. 213–216) navaja 4 poglobitve dejavnike, ki bi lahko vplivali na to, da se je v 70-ih letih spremenil model ocenjevanja:

- bojazen bonitetnih agencij pred zmanjšanjem prodaje njihovih bonitetnih priročnikov zaradi pojava fotokopiranja in vse večje uporabe fotokopirnih strojev. To je vlagateljem omogočilo brezplačni ali cenejši izvod priročnikov;
- stečaj Penn-Central Railroad, ki je povzročil šok na obvezniškem trgu. Izdajatelji dolžniških vrednostnih papirjev so za manjšo tveganost bili pripravljani plačati bonitetnim agencijam za ocene;
- prepozno spoznanje podjetij, ki so ocenjevala obveznice, kaj v resnici pomenijo finančni predpisi. Predpisi so za obveznice izdane s strani firm predvidevali odobritev s strani ene

⁶ O kvalitativnih kazalnikih družb Moody`s in Standard & Poor`s obširno pišeta Setty & Dodd (2003), medtem ko so kazalniki podjetja Fitch podrobneje predstavljeni v njihovem poročilu, Fitch Ltd. (2002): Fitch Sovereign Ratings: Rating Methodology.

ali več bonitetnih agencij, da imajo lahko le-te v portfeljih bančnih institucij ter da mora izdajatelj biti pripravljen plačati za to;

- bonitetne agencije, ki ocenjujejo obveznice, delujejo na dvostranskem trgu, kar pomeni, da plačila lahko pridejo z ene ali druge strani. To torej pomeni, da morajo za storitev plačati naročniki ali izdajatelji.

Danes se lahko bonitetne agencije odločijo za uporabo enega izmed naslednjih poslovnih modelov (Ministry of Finance, Government of India, 2009):

- model izdajatelj plača (angl. *issuer pays model*),
- model vlagatelj plača (angl. *investor pays model*),
- model država/regulator plača (angl. *government/regulator pays model*),
- model posrednik plača (angl. *exchange pays model*).

1.7.2.3.1 Model izdajatelj plača

V modelu izdajatelj plača bonitetno oceno plača izdajatelj. Bonitetne agencije imajo močno spodbudo, da ohranijo najvišjo kakovost ocene, saj bodo izdajatelji uporabljali njihove ocene, če bodo njihova mnenja izkazovala verodostojnost vlagateljem, do katerih želijo izdajatelji pristopiti. Slednje pomeni, da model pripomore k večji točnosti in kvaliteti izdanih ocen.

Razširjena razpoložljivost ocen predstavlja glavno prednost modela izdajatelj plača, saj je cilj ocene zmanjšati informacijsko asimetrijo. Ker izdajatelj plača oceno, imajo trg in njihovi udeleženci veliko korist od široke dostopnosti bonitetnih ocen. Vse ocene in njihove spremembe so javno dostopne preko medijev, zato lahko vlagatelj primerja ocene za različne instrumente še pred samo odločitvijo o naložbi.

Model izdajatelj plača omogoča dostop bonitetnih agencij do vodstva podjetij kadarkoli želijo. Dostop do vodstva podjetja jim omogoča zagotavljanje vrhunske kakovosti in poglobljeno analizo na trgu. Bonitetne agencije imajo z izdajateljem/posojilojemalcem sklenjeno pogodbo, po kateri morajo izdajatelji/posojilojemalci sodelovati z bonitetno agencijo. Slednje se predvsem nanaša na izmenjavo informacij, kar je ključnega pomena pri zagotavljanju stalnega nadzora nad bonitetnimi ocenami. Le s točnimi in pravočasnimi informacijami lahko bonitetne agencije pravočasno in pravilno prilagodijo ocene trenutnim razmeram. Izdajatelj namreč zagotavlja bonitetnim agencijam vpogled v prihodnjo strategijo podjetja, ki javnosti drugače niso znane. Sodelovanje z vodilnimi prav tako pomaga oceniti vodstveno pripravljenost na tveganje. Dodatna prednost modela izdajatelj plača so tudi nižji stroški ocenjevanja (Ministry of Finance, Government of India, 2009, str. 33–35).

Kljub številnim prednostnim, pa ima model veliko slabost, in sicer pojav navzkrižja interesov. V tem modelu se lahko predvsem pojavijo notranja navzkrižja interesov, ko imajo bonitetne agencije finančni interes pri poslovanju z izdajatelji. Zaradi zasledovanja povečanja prihodkov, lahko pripelje do dodeljevanja višjih ocen od upravičenih. Tako se lahko pojavijo

prenapihnjene ocene, predvsem, če ni dovolj nadzora (European Commission, 2010, str. 26). Izdajatelj plača model ustvarja navzkrižja interesov, ker je bonitetna agencija nagnjena k podcenjevanju kreditnega tveganja s ciljem ohranitve poslovnega razmerja z izdajateljem. Navzkrižja interesov se pojavijo tudi ob izdaji bonitetne ocene, kljub temu, da je izdajatelj ni naročil. Takšne ocene imenujemo nenaročene ocene. Bonitetne agencije si pridržujejo pravico, da objavijo bonitetno oceno nekega inštrumenta ali subjekta. Če izdajatelj ne zahteva te ocene, le-ta temelji na javnih informacijah, v primeru, če jih naroči, pa informacije temeljijo tudi na tistih, pridobljenih od njih, ocene pa seveda plača. Takšna dejanja bonitetne agencije opravičujejo s trditvami, da je na trgu potreba in s tem povpraševanje po njih. Zaradi tega se bonitetne agencije odločijo, da bodo določen instrument ali subjekt ocenile in oceno tudi javno objavile. Nenaročene ocene uporabljajo tudi kot način za vzpostavitev slednosti, preden vstopijo na nov trg. Značilnost nenaročenih ocen je, da so praviloma nižje kot naročene. Bonitetne agencije slednje opravičujejo s tem, da so izdajatelji pogosto nepripravljeni sodelovati v priskrbi informacij, predvsem v primerih, ko želijo agencije izdati nenaročeno oceno (Bai, 2010, str. 264–265).

1.7.2.3.2 Model vlagatelj plača

V primeru uporabe modela vlagatelj plača je plačnik bonitetnih ocen vlagatelj, torej uporabnik bonitetnih ocen. Čeprav v praksi velikokrat velja prepričanje, da naj bi bil slednji model boljši od modela izdajatelj plača, to ne drži v celoti. Namreč ta model ne izloči navzkrižij interesov, temveč se navzkrižja interesov le prenesejo iz izdajatelja na vlagatelja (Ministry of Finance, Government of India, 2009, str. 35–37).

V nasprotju z modelom izdajatelj plača, ko so informacije na voljo vsem, je v modelu vlagatelj plača ocena na voljo le vlagatelju, ki je plačal za to oceno. Slednje ogroža cilj zmanjševanja informacijske asimetrije. Zaradi omejenosti razpoložljivosti ocen, vlagatelji prav tako nimajo primerjave o kvaliteti njihovih naložb, ocen. Naslednja slabost, ki izhaja iz omejenosti ocen je ta, da so v prednosti veliki vlagatelji, kateri si lahko privoščijo plačilo ocen. Največji poraženci po tem modelu pa so manjši institucionalni vlagatelji in majhni trgovski vlagatelji, ki nimajo prostega dostopa do informacij, kot bi ga imeli, če bi uporabili pristop izdajatelj plača. Omejen dostop do informacij lahko vpliva na kvaliteto analize v primeru, ko je vlagatelj pripravljen plačati za oceno. Izdajatelj ne bi bil pogodbeno vezan na bonitetno agencijo, kar pomeni, da jim ne bi bilo potrebno sodelovati pri redni interakciji z bonitetno agencijo in jim nuditi popoln dostop do informacij. To pa bi lahko pomembno vplivalo na samo analizo, saj bonitetne agencije ne bi imele vseh informacij, tako kot je to zagotovljeno v primeru modela izdajatelj plača (Ministry of Finance, Government of India, 2009, str. 35–37).

Dodatne značilnosti omenjenega modela so večja odzivnost na skrbi vlagateljev, neznanost vlagatelja v času dodeljevanja ocene, povečanje stroškov ocenjevanja, zastojkarstvo (angl.

free-riders) ter uhajanje informacij (Ministry of Finance, Government of India, 2009, str. 35–37).

1.7.2.3.3 Model država/regulator plača

Prednost modela država/regulator plača je v nepristranskosti ocen, saj ni pritiskov glede ocenjevanja. Edini pomislek glede nepristranskosti bi se lahko pojavil pri ocenjevanju javnih podjetij v lasti države, saj bi lahko država v teh primerih vplivala na izdajo ocene. Naslednja prednost je v enostavni zagotovitvi razpoložljivosti ocen širši množici, saj bi lahko zakonsko uredili ali določili, da bi bonitetne agencije morale vse ocene in spremembe ocen brezplačno objavljati na svojih spletnih straneh. Zaradi svojih zakonodajnih možnosti bi lahko zagotovili večji in enostavnejši nadzor nad vodenjem in delovanjem bonitetnih agencij (Ministry of Finance, Government of India, 2009, str. 37–38).

Največjo pomanjkljivost v tem modelu predstavlja moralni hazard, saj bi vlagatelji in trgi lahko dobili mnenje, da so dodeljene ocene dobile odobritev s strani države. V tem modelu slabost predstavlja tudi uporaba javnih sredstev za podjetja in institucionalne vlagatelje, ki si lahko privoščijo plačilo ocen. Glavno vprašanje, ki se ob tem poraja, je ali je plačevanje za ocene najboljši namen porabe davkoplačevalskega denarja v primerjavi s cilji, kot so izboljšanje finančne pismenosti in varstva malih vlagateljev. Tako izdajatelji kot institucionalni vlagatelji bi si tudi brez davkoplačevalskega denarja privoščili nakup bonitetnih ocen (Ministry of Finance, Government of India, 2009, str. 37–38).

Tako kot v modelu vlagatelj plača se tudi tu pojavi problematika omejenega dostopa do informacij in kakovosti analize, saj izdajatelj ocene ne bi bil pogodbeno vezan na zagotavljanje dostopa do informacij podjetja. Problemi se lahko pojavijo tudi pri sami uvedbi tega modela. Glavni problem se nahaja v odločitvi, kako bi izvedli izbiro bonitetne agencije, ki bi ocenjevala določenega izdajatelja/družbe, in kdo bi to izbiro naredil. Nadaljnji problem je v določitvi, na kakšen način in kako visoko postaviti provizijo (Ministry of Finance, Government of India, 2009, str. 37–38).

1.7.2.3.4 Model posrednik plača

Pri tem modelu posrednik plača oceno in poskrbi za povračilo stroškov skozi dodatno trgovsko provizijo. Glavna prednost je, da bi vlagatelji plačevali za ocenjevanje, s čimer se prepreči konflikt interesov, ki se pojavi v modelu izdajatelj plača. Hkrati bonitetne agencije ne bi bile pod vplivom ocenjevanih podjetij ali vlagatelja. Slabost tega modela pa je v širini njegove uporabe, saj je uporaben le za vrednostne papirje in podjetja, ki kotirajo na borzi (Ministry of Finance, Government of India, 2009, str. 38–39).

2 SO BONITETNE AGENCIJE KRIVE ZA SVETOVNO FINANČNO KRIZO?

2.1 Zakaj pripisujejo bonitetnim agencijam krivdo za krizo?

Razlog za krivdo številni pripisujejo bonitetnim agencijam zato, ker s svojo močjo določanja bonitetnih ocen lahko vplivajo na dogajanje na trgu. Številne bonitetne agencije so to izkoristile in so zaradi različnih razlogov podajale nerealne ocene. V nadaljevanju predstavljamo dejavnike, ki naj bi bili poglobitni vzrok za povzročitev krize s strani bonitetnih agencij.

2.1.1 Dejavniki, ki naj bi povzročili krizo s strani bonitetnih agencij

Kot glavne dejavnike, ki jih lahko v razpravah zasledimo kot povzročitelje krize, so nepreglednost delovanja in nezadostno razkrivanje informacij o postopkih ocenjevanja, selektivno posredovanje informacij ocenjevanim subjektom, nekonsistentnost, napake v ocenjevalnih modelih, procikličnost, prepozno odzivanje na spremembe okoliščin, nazvkrizja interesov, pomanjkanje konkurence.

Bonitetne agencije nerade razkrivajo podrobnosti o svojih metodologijah za izdelavo ocen. Redke izmed njih objavljajo podrobnejša poročila in razkrivajo uporabljeno metodologijo, medtem ko večina bonitetnih agencij objavi le povzetke poročil. Ker so javna razkritja najboljša podlaga za investicijske odločitve, je pomembno, da ima vlagatelj na voljo čim več informacij, ki pa bi jih lahko dobil od objavljenih informacij. Te bi lahko razkrila bonitetna agencija.

Mnogi menijo, da imajo bonitetne agencije s svojimi ocenami velik gospodarski učinek zaradi procikličnosti ocen, ki jih dajejo. Trdijo, da ocene povzročajo povečanje magnitude poslovnih ciklov, ker so ocenjevalni dejavniki povečani v času ciklične rasti in zmanjšani v času padca (Setty & Dodd, 2003, str. 12). Bonitetne agencije se pri svojem delovanju lahko poslužujejo tudi pristopa »skozi cikel« (angl. »*through the cycle approach*«), zaradi česar so agencije zelo počasne pri spreminjanju podeljenih ocen. Omenjeni pristop je zasnovan za doseganje ravnovesja med pravočasnostjo ocenjevanja in stabilnostjo ocenjevanja, s čimer se omejuje nevarnost vpliva trenutnih tržnih trendov na ocene (Altman & Rijken, 2004, str. 2681).

Poleg procikličnosti je problem tudi v prepoznom odzivanju na spremembe, ki bistveno vplivajo na dodeljene ocene. Agencije znižajo oceno z zamudo, zaradi česar je dana ocena lahko čisto neprimerna trenutni situaciji. V tem primeru bi morale bonitetne agencije ažurneje pregledovati okoliščine in prilagajati oziroma spreminjati ocene glede na trenutne razmere na trgu. Razloge za nepravočasno prilagajanje ocen spremembam na trgu agencije iščejo v

dragem sprotne pregledovanju in nepredvidljivih dogodkih, kot so goljufije in druga dejanja, ki lahko povzročijo neplačilo (Hill, 2004, str. 71).

Glavni dejavnik, ki naj bi povzročil krizo, je zagotovo navzkrižje interesov, katerega smo že opisali v prejšnjem poglavju. Poleg navzkrižij interesov se vzrok deloma skriva tudi v pomanjkanju konkurence. Večja konkurenca običajno prispeva k hitrejšemu in učinkovitejšemu prepoznavanju tveganj, saj bi uporabniki lahko pridobili več neodvisnih ocen na podlagi več uporabljenih metod ocenjevanja. V primeru, ko je trg sestavljen na tak način kot je trg bonitetnih agencij, pa so ocene podobne, nezanesljive, metode nerazumljive

Da so bonitetne agencije pripomogle k svetovni finančni krizi meni tudi 72 % anketiranih podjetij. Podobno mnenje se pojavlja tudi med bonitetnimi agencijami. Podjetja največje težave na trgu bonitetnih agencij vidijo v prepočasnem odzivu na spremembe razmer, ki imajo posledično učinek na ocene, ter v neprimerni zakonodaji, ki ureja bonitetne agencije. Prav tako kot pomemben dejavnik vidijo v pomanjkanju konkurence in navzkrižjih interesov, medtem ko jih manjšina misli, da največjo težavo predstavlja neprimerna in nerazumljiva metodologija in pomanjkanje nadzora nad bonitetnimi agencijami. Podobnega mnenja so tudi bonitetne agencije, ki največje probleme na trgu vidijo v neprimerni zakonodaji, nerazumljivi metodologiji in nepravočasnem odzivanju na spremembe na trgu, pa tudi v pomanjkanju odgovornosti za podeljene ocene.

Iz dobljenih rezultatov lahko povlečemo vzporednico s kritikami oziroma obtožbami, ki so jih bile deležne bonitetne agencije. Razlika je edino v navzkrižjih interesov, za katere agencije trdijo, da se še nikoli niso srečale z njimi. Njihove odgovore je potrebno jemati z zadržki. Razlog je v njihovih odgovorih, da nekateri ponujajo poleg storitev ocenjevanja tudi storitve svetovanja. Po drugi strani pa njihovi odgovori lahko pomenijo, da v njihovih očeh hkratno ponujanje več storitev ne predstavlja nobenih potencialnih navzkrižij interesov.

Na slovenskem trgu vlada precejšnje nezaupanje v točnost bonitetnih ocen, saj kar 69 % vzorčenih podjetij meni, da bonitetne ocene niso točne. Prav tako so prepuščena sama sebi pri razumevanju bonitetnih poročil in uporabljenih metodologij, saj jih večina ali ne razume ali jo razume le v tolikšni meri, kot jim jo predstavi bonitetna agencija. Predstavljena pa je lahko na tak način, da najbolje ustreza bonitetnim agencijam. Slednje lahko predstavlja problem, saj lahko bonitetna agencija prekrije ali poda nepopolne podatke, za katere vlagatelj ne more vedeti ali so resnične ali ne. Velika pomanjkljivost trga bonitetnih agencij je tudi v nepoznavanju zakonodaje, ki ureja bonitetne agencije, saj jih kar 92 % ni seznanjeno z zakonodajo, torej tudi ne morejo vedeti, katere osnovne informacije morajo bonitetne agencije zagotoviti in razkriti. Presenetljivo je, da so z zakonodajo, ki ureja njihovo področje slabo seznanjene bonitetne agencije. Večina le-teh je odgovorila, da zakonodajo pozna le deloma.

Glede na to, da na trgu vlada kar veliko nezaupanje v ocene, ki jih podelijo bonitetne agencije, nas zanima, ali lahko najdemo povezavo med nezaupanjem v ocene ter mnenjem o

povzročitvi finančne krize s strani bonitetnih agencij. Zanima nas tudi, če obstaja povezava med nezaupanjem v ocene ter razumevanjem in poznavanjem metodologij ter zakonodaje. Domneve o njihovi soodvisnosti smo preverili še s Pearsonovim chi kvadratom testom (angl. *pearson chi-square test*, v nadaljevanju χ^2 test), ki nam pove, ali sta dve spremenljivki med seboj statistično značilni (pri stopnji značilnosti 0,05), torej, ali med njima obstaja povezava ali ne. V primerih, ko je vrednost izračunanega koeficienta nad kritično vrednostjo (signifikanca je manjša od 0,05), potrdimo statistično značilnost. V tem primeru s 95 % verjetnostjo trdimo, da sta opazovani spremenljivki med seboj povezani oziroma soodvisni. V nasprotnem primeru sprejmemo alternativno hipotezo, torej o nepovezanosti spremenljivk⁷. Izpisi izračunov χ^2 testa so predstavljeni v Prilogi 7.

V Tabeli 3 vidimo, da kar 81 % anketiranih podjetij, ki ne zaupajo v točnost ocen, verjame, da so bonitetne agencije povzročile finančno krizo ali imele vpliv pri začetku in poteku finančne krize. Večjo podporo agencijam lahko najdemo v podjetjih, ki zaupajo pravilnosti in točnosti ocen, čeprav je odstotek nezaupanja med njimi še vedno relativno visok, kar 38 %. Zanimivo je, da tisti, ki ne zaupajo v ocene, vidijo največji problem bonitetnih agencij v prepočasnem odzivu na spremembe razmer ter navzkrižjih interesov. Medtem ko podjetja, ki verjamejo v ocene, vidijo največji problem v odsotnosti odgovornosti agencij za njihove ocene ter prepočasnem odzivu na spremembe razmer.

Tabela 3: Povezanost med nezaupanjem v bonitetne ocene in krivdo za finančno krizo s strani uporabnikov bonitetnih ocen

			V kolikšni meri se strinjate, da so bonitetne agencije pripomogle k svetovni finančni krizi				
			Popolnoma se strinjam	Se strinjam	Ne strinjam se	Popolnoma se ne strinjam	Skupaj
Ali menite, da so ocene bonitetnih agencij točne?	Da	Število odgovorov	0	8	9	4	21
		Število odgovorov v %	0	38	43	19	100
	Ne	Število odgovorov	5	32	7	2	46
		Število odgovorov v %	11	70	15	4	100
	Skupaj	Število odgovorov	5	40	16	6	67
		Število odgovorov v %	7	60	24	9	100

⁷ Za pravilno predstavitev χ^2 testa moramo izpolnjevati predpostavko, da so vse pričakovane frekvence večje od 5 in nobena manjša od 1. V primeru, ko ne zadostimo temu pogoju, je potrebno razmisliti o združitvi sosednjih stolpcev/vrstic (v kolikor je to smiselno in mogoče) (Košmelj, 2007, str. 191).

Našo domnevo o soodvisnosti med točnostjo ocen in krivdo bonitetnih agencij smo preizkusili tudi z χ^2 testom⁸. Ta je potrdil našo domnevo o njuni povezanosti ($\chi^2 = 11,720$). To pomeni, da med točnostjo ocen bonitetnih agencij in mnenjem o povzročitvi finančne krize obstaja povezanost. Bolj ko anketiranec meni, da so ocene bonitetnih agencij netočne, bližje je mnenju, da so bonitetne agencije pripomogle k svetovni finančni krizi.

Po našem mnenju ima vpliv na zaupanje točnosti bonitetnih ocen tudi poznavanje uporabljene metodologije za določanje bonitetnih ocen. Glede na Tabelo 4 lahko vidimo, da 38 % anketiranih ne razume uporabljene metodologije oziroma jo 53 % anketiranih razume le toliko kot jim pove izbrana bonitetna agencija in le 9 % anketiranih meni, da razume uporabljeno metodologijo. Odstotki med ne/poznavanjem metodologije in ne/zaupanjem v točnosti ocen so si med seboj zelo podobni in ni opaziti odstopanj.

Hipotezo o povezanosti med poznavanjem in razumevanjem metodologije in zaupanjem v ocene smo preverili še z χ^2 testom. Test je pokazal, da med njima ne obstaja povezanosti ($\chi^2 = 1,207$). To pomeni, da ne moremo trditi, da anketiranci, ki ne poznajo uporabljene metodologije, tudi ne verjamejo v točnost ocen. Prav tako ne moremo reči, da anketiranci, ki zaupajo v bonitetne ocene bolje razumejo in poznajo uporabljeno metodologijo kot tisti, ki ne zaupajo v ocene.

Tabela 4: Povezanost med razumevanjem metodologije in mnenjem uporabnikov o točnosti bonitetnih ocen

			Ali razumete metodologijo, ki jo uporablja vaš ponudnik bonitetnih storitev pri izdelavi bonitetnih ocen?			
			Da, razumem v celoti	Ne, je ne razumem	Razumem le v tolikšni meri kot mi povedo oni	Skupaj
Ali menite, da so ocene bonitetnih agencij točne?	Da	Število odgovorov	3	7	11	21
		Število odgovorov v %	15	33	52	100
	Ne	Število odgovorov	3	19	24	46
		Število odgovorov v %	7	41	52	100
	Skupaj	Število odgovorov	6	26	35	67
		Število odgovorov v %	9	38	53	100

⁸ V prvotni tabeli imajo tri celice pričakovane frekvence manjše od 5. Zato smo združili kategorije »popolnoma se strinjam« in »strinjam se« ter »ne strinjam se« in »popolnoma se ne strinjam« v novi kategoriji »strinjam se« in se »ne strinjam«. Na podlagi teh podatkov smo nato izvedli χ^2 test, kateri rezultati so predstavljeni v nalogi.

Nepoznavanje uporabljene metodologije je lahko vzrok za skrb, saj brez osnovnega razumevanja bonitetnega procesa in postopkov, katerih se morajo bonitetne agencije držati, ne morejo vedeti ali je metodologija ustrezna ali agencija zasleduje vse cilje (neodvisnosti, točnosti) ali je delovala v njihov interes in ne v svojega.

Poleg povezanosti med poznavanjem uporabljene metodologije in zaupanjem v bonitetne ocene želimo preveriti tudi vpliv poznavanja zakonodaje na zaupanje v točnosti ocene. Po našem mnenju bi udeleženci, kateri poznajo zakonodajo na področju bonitetnih agencij, bolj zaupali v točnost bonitetnih ocen. Slednje utemeljujemo z dejstvom, da udeleženci s poznavanjem zakonodaje pridobijo znanja, kako naj bi bonitetne agencije delovale in na kakšen način bi morale delovati. S tem pa bi lažje presojali, ali zasledujejo vse cilje, s katerimi bi bile njihove ocene neodvisne in točne. Glede na Tabelo 5 lahko vidimo, da je poznavanje zakonodaje, ki ureja bonitetne agencije, zelo slabo tako med tistimi, ki zaupajo v ocene kot tistimi, ki ocenam ne zaupajo. Kar 93 % anketiranih področje zakonodaje ne pozna. Podobni odstotki pa so pri udeležencih, ki trdijo, da zakonodajo poznajo in pri udeležencih, ki ne poznajo zakonodaje. Zanimivo je, da so tisti, ki ne zaupajo v točnost ocen, seznanjeni z zakonodajo v večji meri kot tisti, ki v ocene zaupajo. Rezultate je potrebno jemati z zadržki, saj marsikdo ne jemlje raziskav resno.

Domnevo o povezanosti med zaupanjem v točnost ocen in poznavanjem zakonodaje smo preizkusili še z χ^2 testom. Slednji je pokazal, da med zaupanjem v točnost ocen in poznavanjem zakonodaje ne obstaja povezave ($\chi^2 = 0,655$), kar pomeni, da poznavanje zakonodaje ne vpliva na anketirančevo mnenje o točnosti bonitetnih ocen.

Tabela 5: Povezanost med zaupanjem v ocene in poznavanjem zakonodaje

			Ali ste seznanjeni z zakonodajo, ki ureja bonitetne ocene			
			Da	Ne	Področje zakonodaje me ne zanima	Skupaj
Ali menite, da so ocene bonitetnih agencij točne?	Da	Število odgovorov	1	16	4	21
		Število odgovorov v %	5	76	19	100
	Ne	Število odgovorov	4	36	6	46
		Število odgovorov v %	9	78	13	100
	Skupaj	Število odgovorov	5	52	11	67
		Število odgovorov v %	7	77	16	100

Na podlagi predstavljenih podatkov ne moremo trditi, da zaupanje v ocene temelji na poznavanju zakonodaje in uporabljene metodologije, temveč morajo biti prisotni subjektivni

dejavniki oziroma lastne izkušnje pri pridobivanju ocen. Na podlagi dobrih izkušenj imajo verjetno večje zaupanje, ne glede na to, da ne vedo, kako so do ocene prišli in kateri elementi so bili v ocenjevanju upoštevani in na kakšen način.

Naročnik se za določenega ponudnika odloči na podlagi mnogih dejavnikov. Iz Tabele 6 vidimo, da med najpomembnejšimi dejavniki spada kvaliteta ocen, ki ima povprečno vrednost 3,7. To pomeni, da je za večino anketirancev kakovost najpomembnejša. Med dejavnike, ki imajo vrednost nad 3, torej spadajo med pomembnejše, so še čas pridobitve ocene ter ugodna cena. Prav tako se jim zdijo pri odločanju o izbiri ponudnika pomembne dodatne storitve, ki jih lahko pri izbranem ponudniku dobijo, ter ugled ponudnika. Najmanjšo povprečno vrednost pa zasledimo pri dejavniku lokacija, za katerega je večina mnenja, da je le-ta nepomembna pri odločitvi izbire ponudnika. Tudi bonitetne agencije so podobnega mnenja, saj menijo, da na izbor agencije najbolj vpliva kakovost ocen ter čas izdelave. Med pomembnejšimi dejavniki je tudi cena storitev. Nekatere agencije poleg bonitetnih ocen ponujajo tudi svetovanje. Že iz dobljenih rezultatov lahko razberemo, da bi se v želji po izpolnitvi naročnikovih zahtev lahko pojavilo navzkrižje interesov, čeprav se nobeno anketirano podjetje še ni srečalo z navzkrižji interesov. Pojavi pa se vprašanje, kaj za nekoga predstavlja navzkrižje interesov. Zanimivo je, da so vsi ponudniki mnenja, da je njihova prednost pred konkurenti v kakovosti, cenovni ugodnosti ter točnosti poročil.

Tabela 6: Pomembnosti elementov pri odločitvi o ponudniku bonitetnih ocen skozi oči uporabnikov

		PN	NP	P	ZP	Skupaj	Povprečne vrednosti
Cena storitev	Število odgovorov	1	8	41	17	67	3,1
	Število odgovorov v %	2	12	61	25	100	
Kakovost storitev	Število odgovorov	1	1	12	53	67	3,7
	Število odgovorov v %	2	2	17	79	100	
Dodatne storitve	Število odgovorov	2	9	41	15	67	3,0
	Število odgovorov v %	3	13	61	23	100	
Čas izdelave bonitete	Število odgovorov	1	4	35	27	67	3,3
	Število odgovorov v %	2	6	52	40	100	
Ugled	Število odgovorov	1	11	44	11	67	2,9
	Število odgovorov v %	2	16	66	16	100	
Lokacija	Število odgovorov	25	30	9	3	67	1,9
	Število odgovorov v %	37	45	13	5	100	

Legenda:

PN ... popolnoma nepomembno

NP ... nepomembno

P ... pomembno

ZP ... zelo pomembno

2.2 Odziv bonitetnih agencij na očitke

Odziv bonitetnih agencij je bil pričakovan, saj le-te niso prevzele nobene krivde glede nastanka finančne krize. Na kritike so se odzvale s pojasnili, da so njihove ocene mišljene le kot izhodišče za podrobnejše analize, katere bi storili vlagatelji sami. Pojasnjujejo tudi, da so njihove ocene le mnenja o verjetnosti poplačila določenega dolžniškega instrumenta. Prav tako niso kriva, če stranke dana mnenja, zaradi nepopolne ali celo napačne informacije, obrnejo. Vse, kar lahko oni storijo v takšnih primerih je, da sproti objavljajo uspešnost iz ocenjenih instrumentov in informirajo vlagatelje o posodobitvah glede na prilagoditev ocenjevanja. Čeprav je Moody`s junija 2008 priznal, da ocene dolžniških instrumentov, ki so bile dane v letu 2006, niso popolnoma primerne, ni nikoli priznal krivde za nastanek krize (Mrak, 2008, str. 32–33).

Čeprav agencije niso priznale krivde, pa so po nekaterih mnenjih tudi one krive za nastanek krize. Takšnega mnenja je tudi Mark Froeba, ki je bil ta čas zaposlen v Moody`s. Po njegovem mnenju je imel vlogo v finančni krizi Moody`s. To se ni začelo šele v letih, ko je kriza izbruhnila, vse skupaj se je začelo že leta 2000, ko sta ocenjevalni agenciji Dun & Bradstreet Corporation in Moody`s Corporation postali ločeni neodvisni ocenjevalni agenciji. Do tega leta je imel Moody`s izjemno konzervativno analitično kulturo. Analitiki so bili izjemno ponosni, da delajo, za kar so verjeli. Njihove konkurente so videli kot drugorazredno kakovostne agencije. Po njegovih besedah je imel Moody`s takrat takšno moč, da bi lahko zaustavil ali preprečil kasnejšo krizo, ki se je pojavila 6, 7 let kasneje. Do časa, ko se je kriza zares pojavila, je Moody`s ta primat že predal in opustil svoj analitični razlikovalni učinek. Razloge je potrebno iskati v spremembah analitične kulture, ki je spremenila tako ocenjevalni proces kot posledično tudi prizadele ocene agencije. Krivci so bili predvsem višji managerji. Slednji so analitično kulturo spreminjali pod pretvezo, da bodo tako še izboljšali Moody`s (Froeba, 2010, str. 3).

Glavni krivec po njegovem mnenju je bil takratni direktor, Brian Clarkson, ki je v času krize povečal svoj tržni delež v stanovanjskih hipotekarnih vrednostnih papirjev kar za štirikrat. Zamenjal je skoraj vse analitike v podjetju z novimi, tistimi, ki so bili pripravljani vpeljati in uporabljati nove metodologije. Vse, kar so managerji dosegli, so dosegli z načinom nagrajevanja korenček in palica. Če nekdo ni bil pripravljen sodelovati in ravnati po njihovih načelih, je bil kaznovan (večinoma z odpustom). Če pa je sodeloval, pa je bil nagrajen z višjo plačo, bonitetami ... Višji managerji se niso nikoli prepričali, da so bile ocene vedno napačne. Namesto tega so vzpostavili novo kulturo, ki ni dovoljevala ocen, ki bi škodovale Moodyju, natančneje njegovim prihodkom in tržnemu deležu. Dokler je obstajala možnost, da bo trpel tržni delež ali prihodki, najboljši odgovor Moodyja nikoli ne bi mogel biti veliko boljši od najhujših konkurentovih. Ravno iz tega razloga so bili nekateri strukturirani finančni instrumenti ocenjeni kot točni in z visoko oceno, čeprav le-ti to niso bili. Ko se je v takšnih primerih Moody`s srečal s tržno konkurenco je bilo opaziti, da se njihove ocene niso bistveno razlikovale od ocen konkurentov (Froeba, 2010, str. 3–5).

3 REGULACIJA BONITETNIH AGENCIJ PRED IN PO FINANČNI KRIZI

3.1 Zakaj in kako regulirati

Ocene kreditnega tveganja uporabljajo tako zasebniki kot tudi države po vsem svetu. Uporabljajo jih kot referenčno točko v pravnih normah in finančnih predpisih oziroma lahko ocene pridobijo celo certifikacijsko funkcijo.

3.1.1 Razlogi za regulacijo bonitetnih agencij

Z regulacijo bonitetnih agencij skušajo nevtralizirati učinke regulatornega sistema in naravne, zgodovinske in institucionalne ovire, ki so jih morda bonitetne agencije imela v začetku poslovanja. Ravno zaradi regulatornih, zgodovinskih, institucionalnih in naravnih ovir, s katerimi se soočajo bonitetne agencije pri vstopu na trg, lahko povzročijo pomanjkanje konkurenčnih prednosti in konkurence na trgu agencij na sploh (Hill, 2004, str. 85).

Glavne težave v odnosu med bonitetnimi agencijami in državo izhajajo iz številnih skrbi, ki se pojavljajo na trgu bonitetnih agencij, med katere spadajo pomanjkanje konkurence, navzkrižja interesov in nerazumljiva metodologija.

3.1.2 Načini reguliranja bonitetnih agencij

Novembra 2004 je Odbor evropskih regulatorjev trga vrednostnih papirjev (angl. *Committee of European Securities Regulators*, v nadaljevanju CESR) na pobudo Evropske komisije pripravil predlog, v katerem je predstavil 4 mogoče načine za reguliranje bonitetnih agencij: samoregulacija, posebna ureditev agencij, sistem registracije bonitetnih agencij in vključevanje kodeksa IOSCO v evropsko zakonodajo (Commission of the European Communities, 2008).

Čeprav obstaja več možnosti ureditve trga bonitetnih agencij, od zanašanja na notranjih prizadevanjih bonitetnih agencij do vzpostavitve celovitega nadzora s strani javnih organov, velja, da v vsakem primeru obstajajo določene specifičnosti glede ureditev.

V primeru samoregulacije imajo bonitetne agencije možnost, da si same postavijo svoja načela, ki jih bodo spoštovala. Uspešnost samoregulacije je odvisna od dveh dejavnikov: učinkovitega nadzora nad spoštovanjem teh načel in mehanizmov za sankcioniranje odstopanj. Potrebno je vzpostaviti učinkovit nadzor, ki bi razkril kakršnokoli odstopanje od pravil, ki so jih bonitetne agencije postavile. Poleg tega mora obstajati mehanizem, ki bi ta odstopanja ustrezno sankcioniral. Le, če se upoštevatata oba dejavnika, je mogoče, da bo samoregulacija uspešna (Utzig, 2010, str. 6).

Pozitivna stran samoregulacije je v nizkih administrativnih stroških in je relativen lahek način za doseg uskladitve. Takšen model se izogiba vprašanju določanja zahtev za priznanje organizacij kot bonitetnih agencij. V tem primeru bi imele agencije diskrecijsko pravico pri sprejemanju kodeksa IOSCO ali pri oblikovanju svojega kodeksa načel. To preprečuje nastanek novih ovir za vstop na trg bonitetnih agencij, s čimer bi se zmanjšala možnost za pomanjkanje konkurence na trgu agencij. Glavna pomanjkljivost samoregulacije je vprašanje zagotavljanja skladnosti in izvrševanja kodeksa IOSCO (Rousseau, 2009, str. 47–48).

Samoregulacija bonitetnih agencij se izvaja z vpeljavo in spoštovanjem kodeksa IOSCO, prav tako pa med samoregulacijske načine lahko prištevamo tudi prizadevanja celotne panoge in posamezne predloge s strani bonitetnih agencij. Tako je januarja 2008 5 glavnih bonitetnih agencij regulatorjem predlagalo 12 predlogov za izboljšanje kodeksa IOSCO. Izboljšave so bile povezane z neodvisnostjo, kakovostjo in preglednostjo bonitetnih agencij. Predlog za izboljšanje neodvisnosti je vseboval prepoved analitikom za pripravo predlogov ali priporočil glede lastninjenja izdelkov, prepoved opravljanja svetovalnih storitev s strani bonitetnih agencij, izvajanje preteklih pregledov delovanja analitika, če se le-ta odloči za odhod iz agencije. Izboljšanje kakovosti ocen bi se dodatno zagotovilo z uvedbo pregleda metodologije določanja bonitetnih ocen, uvedbo izboljšav v procesu zamenjave osebja ter izobraževanje osebja, spodbujanja vlagateljev za popolno razkritje informacij trgu. Z zagotovitvijo dostopa regulatorju do podatkov o uspešnosti bonitete, izobraževanjem vlagateljev o pomenu bonitetne ocene, bonitetnega postopka ter vloge bonitetne agencije na trgu pa bi dosegli večjo preglednost (Commission of the European Communities, 2008 str. 30).

Ne glede na to kateri pristop uporabimo za reguliranje bonitetnih agencij, moramo vedno odgovoriti na vprašanje, kaj naj se regulira in s kakšnimi orodji, torej, kako. Regulacija bo uspešna le v primeru, če se bo upoštevalo dejstvo, kaj ratingi lahko in česa ne morejo doseči. Razpon mogočih načinov reguliranja je zelo širok, od samoregulacije na eni strani do državnih bonitetnih agencij na drugi strani (Utzig, 2010, str. 5).

Potrebno se je zavedati, da lahko ne glede na izbrani način reguliranja pri regulaciji nastanejo negativne posledice in da regulacija ne bo uspešna.

3.2 Regulacija bonitetnih agencij pred svetovno finančno krizo

3.2.1 Regulacija v Ameriki

Čeprav so se bonitetne agencije pojavile že na začetku 20. stoletja, se za nadzor nad njimi s strani regulatorjev ni pokazalo nobenega zanimanja vse do leta 1930. Razloge za to najdemo v načinih uporabe in objave bonitetnih ocen, saj so te bile objavljene le v priročnikih, izdanih s strani agencij, katere so kupovali vlagatelji. Ocene so bile v večini uporabljene le v namene Oddelka za nadzor nad valuto (angl. *Office of the Controller of the Currency*, v nadaljevanju OCC) kot osnova za vrednotenje bank, s poudarkom na kvaliteto obveznic v katere so banke

investirale. Leta 1936 je OCC uzakonil, da banke ne morejo investirati v obveznice, katerih vrednost je nižja od ocene BBB. V tistem času je bila regulacija urejena s priznanimi bonitetnimi priročniki (Conte & Parmeggiani, 2008, str. 3).

V letu 1970 se je zgodil preobrat v poslovnem modelu, ki so ga uporabljale agencije pri ocenjevanju. Prva pomembnejša intervencija na področju zakonodaje se pojavi leta 1975. SEC je s pravilom 15c3-1 predlagala, da se določi nekatere minimalne zahteve sredstev za vrednostne papirje posredniki-trgovci. Te zahteve so bile povezane s kakovostjo obveznic v svojem portfelju, z uporabo ocen, ki jih objavijo agencije. V tej priložnosti je SEC naredila ključno razlikovanje, ki ga označuje razred bonitetnih agencij. Bile so "nacionalno priznane statistične bonitetne organizacije" (v nadaljevanju NRSRO), ki je postala edina agencija, kvalificirana za izdajo primernih ocen za uvrstitev minimalne zahteve premoženje. Moody's, Standard & Poor's in Fitch agencije so bile takoj priznane kot NRSRO agencije (Conte & Parmeggiani, 2008, str. 4). SEC je priznala kot NRSRO agencije le 8 agencij, zato se je več podjetij združilo ali z Fitchem ali Moodyem. Pomembnost biti NRSRO agencija je naraščala skozi čas, čemer ima velik vpliv tudi zahteve regulatornih sistemov, ki so zahtevale, da so agencije registrirane kot NRSRO agencije (Hill, 2004, str. 53–55).

Sistem NRSRO je bil leta 2006 spremenjen. Bistvena novost je bila, da je dotedanji postopek odobritve postal postopek registracije. Pogoji, ki so jih morale agencije izpolnjevati za registracijo, so se močno zaostri. Prav tako je SEC pridobila avtorizacijo za implementacijo finančnega poročanja in nadzorovanja izpolnjevanja pravil bonitetnih agencij, ki so NRSRO registrirane. Akt o bonitetnih agencijah izrecno prepoveduje SEC regulacijo vsebine bonitetnih ocen, postopkov ali metodologije, s katerimi NRSRO določa bonitetne ocene. SEC je o spremembah odločala 18. 6. 2007, 8 dni kasneje pa jih tudi sprejela. V skladu z novo zakonodajo so NRSRO agencije morale zagotoviti javna razkritja, izdelavo in hrambo nekaterih evidenc, predlaganje določenih finančnih poročil SEC. Določiti morajo postopke za upravljanje ravnanja z materialno neveljavnimi informacijami in razkrivanje ter obvladovanja navzkrižij interesov. V želji po večji preglednosti v ocenjevalnem postopku je leta 2008 SEC uvedla dodatna pravila (United States Securities and Exchange Commission, 2008, str. 6).

3.2.2 Regulacija v EU pred nastankom krize

V EU so se prvi zametki po regulaciji pojavili v letu 2002, po propadu Enrona. Februarja 2004 je Evropski parlament na podlagi Poročila o vlogi in metodah bonitetnih agencij, katerega je napisal Katiforis, sprejel resolucijo o bonitetnih agencijah. To poročilo je pozvalo Evropsko komisijo naj do 31. 7. 2005 oceni potrebo po ustrezni zakonodaji na tem področju. Po škandalu v primeru Parmalat 2004 in dokončni sprejeti resoluciji Evropskega parlamenta je Evropska komisija predstavila štiri glavna področja, za katera so bili prepričani, da jih je potrebno obravnavati: potencialna navzkrižja interesov, preglednost uporabljenih metodologij, pravna obravnava dostopa bonitetnih agencij do notranjih informacij, skrb o pomanjkanju konkurenčnosti na trgu (European Commission, 2004, str. 1–2).

Ta vprašanja je potrebno rešiti. To se je poskušalo doseči z novo zakonodajo na ravni EU, ki pa se uporablja le za bonitetne agencije na področju EU, kot s kodeksom IOSCO, za katerega se pričakuje, da naj bi ga upoštevali v vseh državah kot splošno sprejeta načela (Official Journal of the European Union C59, 2006, str. 2–4).

V EU bonitetne agencije niso bile posebej regulirane. Predvsem je bila prisotna samoregulacija, ki sta jo zagovarjali CESR in IOSCO. Bonitetne agencije naj bi se samoregulirale s sprejetjem prostovoljnega kodeksa ravnanja, v tem primeru na podlagi kodeksa IOSCO, ki je bil napisan leta 2004 kot odgovor na pomanjkljivost bonitetnih agencij v primeru Enrona in WorldComa (Commission of the European Communities, 2008).

Poleg kodeksa IOSCO so bile za bonitetne agencije zlasti pomembne tudi tri direktive, ki so se uporabljale za uravnavanje tega področja (Official Journal of the European Union C59, 2006, str. 3–4):

- **direktiva o zlorabi trga (MAD):** obravnava in rešuje vprašanje trgovanja z notranjimi informacijami in zlorabo trga. Slednji namreč preprečujeta popolno preglednost trga, ki pa je zelo pomembna za vse udeležence na trgu. Bonitetne agencije morajo tako sprejeti interne politike in postopke, s katerimi bi zagotovile pošteno predstavitev bonitetnih ocen. V ta namen morajo razkriti tudi vsa mogoča navzkrižja interesov, ki se lahko pojavijo v ocenjevanju finančnega instrumenta ali subjekta;
- **direktiva o kapitalskih zahtevah (CRD):** izvajajo jo Basel II in predstavlja novi okvir kapitalskih zahtev za investicijske družbe in banke. Direktiva o kapitalskih zahtevah predvideva uporabo zunanjih bonitetnih ocen pri določanju uteži za tveganja, ki se uporabljajo za izpostavljenosti bank ali investicijskih družb. Za pristojne organe bo sprejemljiva samo uporaba ocen, ki jih dajejo priznane zunanje bonitetne institucije, zlasti bonitetne agencije. Če želijo bonitetne agencije postati priznane zunanje bonitetne institucije, morajo izpolnjevati številne zahteve, med katerimi so najpomembnejše objektivnost in neodvisnost dodeljevanja ocen, redno pregledovanje teh dodeljenih ocen, transparentnost in razkritje pomembnih dejavnikov;
- **direktiva o trgih finančnih instrumentov:** ker bonitetne agencije nudijo tudi investicijsko svetovanje, potrebujejo za to tudi dovoljenje.

3.2.3 Regulacija v Sloveniji

V naši zakonodaji so bonitetne agencije deloma urejene v Zakonu o bančništvu (Ur.l. RS, št. 99/2010-UPB5 (52/2011 popr.), 9/2011-ZPlaSS-B, 35/2011, 59/2011, 85/2011, 48/2012, v nadaljevanju ZBan-1). V 142. členu ZBan-1 je banki za določanje kreditne kvalitete posamezne izpostavljenosti omogočena uporaba bonitetne ocene, ki jo je izdala zunanja bonitetna institucija. Slednje lahko uporabi, če to institucijo prizna Banka Slovenije ali primerna izvozna agencija.

ZBan-1 predpisuje, da lahko banka tujo institucijo prizna kot primerno, če je metodologija ocenjevanja, ki jo uporablja, v skladu s standardi objektivnosti, neodvisnosti, neprekinjenega preverjanja in preglednosti, in če so bonitetne ocene, ki so rezultat metodologije ocenjevanja, v skladu s standardi verodostojnosti in preglednosti. 142. člen ZBan-1 določa tudi primere, ko Banka Slovenije lahko razveljavi odločbo, s katero je priznala zunanjo bonitetno institucijo. Slednje lahko stori v primeru, če:

- metodologija ocenjevanja, ki jo zunanja bonitetna institucija uporablja, ni več v skladu s standardi objektivnosti, neodvisnosti, neprekinjenega preverjanja in preglednosti;
- njene bonitetne ocene, ki so rezultat metodologije ocenjevanja, niso več v skladu s standardi verodostojnosti in preglednosti;
- je zunanji bonitetni instituciji razveljavljena registracija po uredbi iz drugega odstavka tega člena ali če nastopijo druge okoliščine, iz katerih izhaja, da zunanja bonitetna institucija ni več primerna.

Poleg ZBan-1 je v veljavi tudi Sklep o priznavanju zunanjih bonitetnih institucij za borznoposredniške družbe (Ur.l. RS, št. 106/2007, št. 74/2009), ki določa:

- priznavanje primernosti posameznih vrst bonitetnih ocen zunanje bonitetne institucije ali skupine zunanjih bonitetnih institucij,
- vzporejanje bonitetnih ocen primerne zunanje bonitetne institucije ali skupine zunanjih bonitetnih institucij s stopnjami kreditne kvalitete (v nadaljevanju: vzporejanje bonitetnih ocen),
- razloge za razveljavitev priznanja primernosti zunanje bonitetne institucije ali skupine zunanjih bonitetnih institucij v celoti ali delno,
- način objavljanja seznama primernih posameznih zunanjih bonitetnih institucij in skupin zunanjih bonitetnih institucij ter vzporeditve njihovih bonitetnih ocen,
- posredovanje informacij in podatkov Agenciji za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP) od primernih zunanjih bonitetnih institucij.

Večina slovenskih bank ima svoje bonitetne oddelke oziroma sami priskrbijo bonitetne ocene⁹. Da je to res, smo ugotovili tudi v naši raziskavi o uporabi bonitetnih informacij v Sloveniji, saj je bila med anketiranimi podjetji tudi banka. Njihov odgovor o uporabi bonitetnih ocen je bil pritrdilen, vendar z opombo, da jih ne kupujejo od drugih družb, temveč imajo vzpostavljen lastni bonitetni oddelek.

⁹ O organizaciji bonitetnih služb v slovenskih bankah podrobneje govori Huskić (2005), ki obravnava ter predstavlja organiziranost bonitetnih služb v bankah, njihovo delovanja, določanje bonitetnih ocen ter značilnosti določanja bonitetnih ocen.

3.3 Reforma regulacije bonitetnih agencij v EU

3.3.1 Cilji reforme

Cilj Uredbe je vzpostavitev pravilnega delovanja v notranjem trgu na področju finančnih storitev, ki jih določajo pogoji za izdajo bonitetnih ocen, s čimer bi okrepili zaupanje v trg in povečali zaščito vlagateljev. Uredba uvaja postopek registracije bonitetne agencije, s čimer bi zagotovili, da bi njihove ocene lahko uporabljale vse kreditne institucije, investicijska podjetja, zavarovalnice, kolektivne investicijske sheme in pokojninski skladi v celotni Skupnosti. V ta namen bodo bonitetne agencije morale izpolnjevati stroge predpise in zagotoviti, da bodo (Commission of the European Communities, 2008, str. 7):

- učinkovito reševale navzkrižja interesov, ki vplivajo na ocene,
- morale biti pozorne na kakovost bonitetnih ocen in pravilne metodologije,
- zagotovile, da delujejo na pregleden način.

Glavni namen Uredbe je uvedba zunanjskega nadzora, pri čemer bodo nadzirali evropske zakonodajalce, če izvajajo nadzor nad izdajo bonitetnih ocen (Commission of the European Communities, 2008, str. 7).

Z novo zakonodajo so želeli zagotoviti cilje na treh področjih (Commission of the European Communities, 2008, str. 21–22):

1. Zagotoviti, da bi se bonitetne agencije izogibale in ustrezno ravnale v situacijah z navzkrižji interesov. Slednje bi dosegli z naslednjimi cilji, katerih namen je zagotoviti:
 - da zagotavljanje svetovalnih ali dodatnih storitev ne predstavljajo navzkrižja interesov,
 - nepristranski in objektivni dialog med analitiki in ocenjevanim subjektom,
 - takšno politiko prejemkov in strukturo le-teh na način, da odpravlja ali vsaj obvladuje navzkrižja interesov,
 - zmanjšanje uporabe prakse »nakupovanje bonitetnih ocen« oziroma »iskanje najugodnejše ocene«,
 - neodvisnost analitikov pri vstopu k ocenjevanim subjektom.
2. Cilji, povezani s pomanjkanjem kakovosti metodologije in ocen so zagotoviti:
 - primerno metodologijo, modele in ključne ocenjevalne predpostavke, primerne za ocenjevani instrument,
 - nadzorovanje nad obstoječim bonitetnim procesom,
 - da so spremembe v metodologiji dosledno uporabljajo pri vseh zadevnih ocenah,
 - kakovost in zanesljivost informacij, uporabljenih v bonitetnih ocenah,
 - dovolj osebja, številčno in kakovostno, za bonitetni proces,
 - da ocenjevanje subjekta ali instrumenta upošteva vpliv razvoja trga in makroekonomskih pričakovanj.

3. Cilji, povezani s preglednostjo bonitetne agencije so zagotoviti:

- zadostno preglednost v zvezi z delovanjem notranjih procesov in postopki,
- ustreznost in zadostnost podatkov, ki so vključeni v ocenjevalni proces, da bi učinkovito ocenili verjetnost neplačila instrumenta,
- da se ocene za strukturirane produkte in tradicionalne produkte ne razlikujejo,
- javno objavo podatkov o uspešnosti bonitetnih agencij v standardizirani obliki udeležencem na trgu, ki omogočajo primerjavo na ravni panoge.

Evropska komisija je izvedla analizo ocene učinka za možne politike, ki bi urejale bonitetne agencije. Preučene so bile štiri možnosti (Commission of the European Communities, 2008):

- ohranitev sedanjega stanja (pristop samourejanja na podlagi kodeksa IOSCO in ob pomoči posameznih pobud bonitetnih agencij),
- priprava osnutka evropskega kodeksa ravnanja in ustanovitev organa, ki bi brez izvršilnih pristojnosti nadzoroval, ali bonitetne agencije upoštevajo kodeks,
- izdaja (nezavezujočega) priporočila Evropske komisije,
- sprejetje zakonodaje za vzpostavitev registracijskega in nadzornega pravnega okvira za bonitetne agencije.

Zgoraj opisane možnosti so prikazane na Sliki 5, ki jih lahko uporabimo pri reševanju problemov bonitetnih agencij. Vsak pristop je določen z dvema spremenljivkama: regulacija in nadzor bonitetne agencije.

Slika 5: Pristopi pri reševanju problemov bonitetnih agencij

Nadzor s strani javnega organa				Zakonodaja na ravni EU
Nadzorni organ (privatni sektor)	Evropski kodeks etike			
Brez nadzora	Kodeks IOSCO	Prizadevanje celotne panoge – »Bela knjiga«	Dodatne pobude s strani posameznih bonitetnih agencij	Priporočila Komisije
	Samoregulacija			Pravila na ravni EU

Vir: Commission of the European Communities, Commission staff working document accompanying the Proposal for a regulation of the European Parliament and of the council on credit rating agencies - Impact Assessment, 2008, str. 29.

V Prilogi 8 so predstavljene rešitve za doseganje posameznih učinkov določenega sklopa reševanja problemov. Vsaka rešitev je točkovana glede na pozitiven ali negativen učinek z vidika naslednjih meril: uspešnosti, točnosti, konvergentnosti in fleksibilnosti/učinkovitosti. Lestvica ocenjevanje gre od – – –, kar pomeni zelo negativen učinek, do + + +, ki ponazarja

zelo pozitiven učinek. Merilo uspešnost predstavlja obseg, v katerem posamezna možnost izpolnjuje zastavljene cilje, ki naj bi jih določena rešitev dosegla. Pri ocenjevanju gotovosti se upošteva ali in v kolikšni meri obstaja zaupanje udeleženih strani glede vsebine pravil, ki jih morajo agencije izpolnjevati. Konvergentni/skupni okvir je merilo, na podlagi katerega se ocenjuje okvir za delovanje bonitetnih agencij, ki mora biti urejen z istimi zahtevami v vseh državah članicah. Zadnje merilo, na podlagi katerega se ocenjuje primernost rešitev, pa je prilagodljivost. Le-ta naj bi vzpostavila okolje za delovanje bonitetnih agencij v Skupnosti. Agencije morajo biti prilagodljive, da lahko oblikujejo svoje interne organizacije na tak način, da ne ovirajo uresničevanja ciljev politike EU. Več fleksibilnosti je prepuščene agencijam, več lahko agencije odločajo pri odločitvah, prilagojenih njihovim potrebam in nadzorom (Commission of the European Communities, 2008, str. 34).

V nadaljevanju povzemamo najučinkovitejše rešitve, ki bi pripomogle k odpravi ali vsaj omejitvi navzkrižij interesov, povečani preglednosti in jasnejši metodologiji.

3.3.1.1 Analiza opcij, ki se nanašajo na preprečevanje in ugotavljanje navzkrižij interesov

Načini za prepoznavanje, izogibanje ter odpravo navzkrižij interesov vključujejo več korakov. Če bi se zanašali na omejitve za izogibanje navzkrižij interesov, je najboljši način identifikacija navzkrižij interesov, konkretne ter zakonodajne omejitve, saj bi le-ta kombinacija najbolj uspešno pripomogla k izogibanju navzkrižij interesov.

Dotedanja ureditev na podlagi samoregulacije na podlagi kodeksa IOSCO ni bila ustrezna pri preprečevanju nastanka navzkrižij interesov, saj ne zagotavlja zanesljivosti za bonitetne agencije in vlagatelje. Bonitetnim agencijam namreč prepušča odločitve, da se sama odloči, kaj je učinkovito in kaj prepovedano ter kateri zaščitni ukrepi so potrebni v njihovih postopkih, da ne bi prišlo do navzkrižij interesov. Več uspeha, vendar ne popolnega, bi dosegli z uporabo specifičnih omejitev, v katerih bonitetne agencije ne bi smele izdati ocene (Commission of the European Communities, 2008, str. 42–44).

Večji del navzkrižij interesov izhaja iz ponudbe svetovalnih storitev, ki jih ponujajo bonitetne agencije. Znano je, da bonitetna agencija ne bo dala slabe ocene, če je stranki svetovala neko investicijo. Če bi želeli popolno prepoved opravljanja svetovalnih storitev, bi morale agencije ponovno preučiti strukturo podjetja, da bi zagotovili popolno odstranitev svetovalnih dejavnosti. V tem primeru je najboljša rešitev kombinacija ločenost poslovanja povezanega z bonitetno dejavnostjo in dejavnostjo svetovanja ter popolne prepovedi opravljanja svetovalne dejavnosti. Prepoved opravljanja bonitetne dejavnosti in svetovalne dejavnosti je konsistentno z zakonodajo v ZDA in kodeksom IOSCO. Večina podjetij ima že ločeno poslovno in pravno svetovanje od bonitetne dejavnosti (Commission of the European Communities, 2008, str. 34–38).

Navzkrižju interesov se deloma lahko izogne tudi z nepristranskim in objektivnim dialogom med analitiki in ocenjevanim subjektom. Potrebno je povečati preglednost postopkov ocenjevanja, ki jih izvajajo analitiki, uvesti je potrebno notranje kontrole ter evidence o vsakem sporočilu. Neodvisnost ocen se zagotovi tudi s spremembo plačne politike. Pri tem bi moralo veljati, da osebni dohodki analitikov niso odvisni od prihodkov, ki jih ustvari agencija ter da so neodvisni od komercialnih interesov bonitetne agencije (na primer ti niso vključeni v razpravljanje vplive metodologije sprememb na prihodke možnosti bonitetne agencije). Neodvisnost analitikov se mora zagotoviti tudi, ko se le-ta pridruži v ocenjevalni subjekt, pri čemer je najboljša kombinacija »cooling off« in pregled preteklega delovanja (Commission of the European Communities, 2008, str. 34–38).

V praksi se lahko pojavi tudi »kupovanje ocen«. Najboljša rešitev bi bila, da bi se izdajatelji tega izogibali, vendar, ker je to težko preprečiti, bi lahko agencija razkrila informacije o primernih neobjavljenih bonitetnih ocen.

3.3.1.2 Analiza opcij, ki se nanašajo na izboljšanje kvalitete metodologije in ocen

Predlogi za izboljšanje kakovosti metodologij zajemajo uporabo primerne metodologije, nadzor nad obstoječimi (izdanimi) ocenami, doslednejšo uporabo sprememb metodologije, uporabo zanesljivih informacij za izdajo ocen, zagotovitev zadostnega primerno izobraževanega osebja v procesu ocenjevanja ter upoštevanje prihodnjih makroekonomskih pričakovanj in razvoja trga pri ocenjevanju in določanju ocen. Našteto najbolj udejanjijo ukrepi sprotnega posodabljanja ocen, pridobitve zadostnih in točnih informacij, opozarjanje, če informacije niso točne ali osvežene (Commission of the European Communities, 2008, str. 38–41) ...

3.3.1.3 Analiza opcij, ki se nanašajo na transparentnost bonitetnih agencij

Področja, katera zajemajo predloge za izboljšanje preglednosti, pa se navezujejo na preglednost agencije v zvezi z delovanjem notranjih procesov in postopki, ustreznimi in zadostnimi podatki za ocenjevanje, izogibanje nerazumevanju vlagateljev zaradi uporabe enakih simbolov pri različnih instrumentih ter objavo podatkov o delovanju agencije. Da bi zagotovili ustrezne in zadostne podatke za ocenjevanje, je pomembno izobraževanje in obveščanje vlagateljev ter zagotovitev dodatnih tehničnih informacij. Prav tako se lahko izognemo nerazumevanju vlagateljev z ločenimi simboli, ki bi jih uporabili za posamezne instrumente, oziroma z isto lestvico, vendar dodanimi pojasnili (Commission of the European Communities, 2008, str. 41–42).

3.3.2 Spremembe, ki jih uvaja reforma

Reforma daje še večji pomen pri ročnosti izdajanja bonitetnih ocen. V ta namen so predvidevali zaostritev pogojev registracije bonitetnih agencij, določitev kazni za neskrbno

delovanje in nespoštovanje določil v direktivi, strožjih zahtev pri izdajanju bonitetnih ocen ter nadzoru le-teh. V nadaljevanju predstavljamo vsa našeta področja, katera so s sprejeto zakonodajo zaostri.

3.3.2.1 Registracija bonitetnih agencij

Registracija bonitetnih agencij je urejena v Uredbi s členi 14–20. Bonitetna agencija, ki želi opravljati bonitetne storitve, se mora najprej registrirati. Če je bonitetna agencija pravna oseba, ustanovljena v Skupnosti, najprej zaprosi za registracijo za namene člena 2/1. Ta registracija velja za celotno ozemlje Skupnosti, ko v skladu z nacionalno zakonodajo začne veljati odločba o registraciji, ki jo je izdal pristojni organ matične države članice. Registracija je veljavna na celotnem območju Skupnosti po objavi v Uradnem listu EU.

Vloga za registracijo se vloži pri CESR. Za registracijo se lahko odloči tudi skupina bonitetnih agencij. V tem primeru se med seboj dogovorijo in pooblastijo eno izmed njih, da v imenu skupine vloži vlogo pri CESR. V primeru, ko se želi registrirati skupina agencij, mora pooblaščen družba zagotoviti vse podatke o vsaki agenciji v skupini, ki so predstavljeni v nadaljevanju (Official Journal of the European Union L307, 2009, člen 15).

Uredba postopek registracije ureja v 5-ih členih (členi 14–18). Ko CESR dobi vlogo, jo le-ta v 10-ih dneh pregleda, ali je vloga popolna. V primeru, če vloga ni popolna, določi skrajni rok, do katerega je potrebno vlogo dopolniti. Šele popolna vloga se nato posreduje pristojnemu organu matične države članice, hkrati pa o nameri obvesti tudi pristojne organe drugih članic.

Vloga mora med drugimi vsebovati polno ime bonitetne agencije, sedež v Skupnosti, pravni status, kontaktne podatke, razred bonitetnih ocen, za katerega bonitetna agencija zaproša za registracijo, lastniško in organizacijsko strukturo, finančna sredstva za opravljanje dejavnosti bonitetnega ocenjevanja, podatke o zaposlenih v bonitetnih agencijah in njihovo strokovno znanje, informacije o podrejenih podjetjih bonitetne agencije, opis postopkov in metodologij, uporabljenih za izdajo in revidiranje bonitetnih ocen, politike in postopki za prepoznavanje in obvladovanje ter razkrivanje morebitnih navzkrižij interesov, podatke o analitikih, podatke o plačilnem sistemu (Official Journal of the European Union L307, 2009, priloga II).

V 40-ih dneh od prejema popolne vloge pristojni organ matične države članice posreduje CESR osnutek odločitve o registraciji ali zavrnitvi. Nato ima CESR 15 dni časa, da o tej odločitvi izrazi svoje stališče o vloženi vlogi. V primeru mnenja, da je vloga neprimerna, pomanjkljiva oziroma, da ni vzroka za zavrnitev registracije, prosi pristojni matični urad za ponovno presojo. Ko pristojni matični organ prejme mnenje CESR, sprejme svojo odločitev v 15-ih dneh. V primeru, ko se mnenje CESR in pristojnega matičnega organa razlikujeta, mora pristojni organ svojo odločitev utemeljiti. Če CESR ne predloži svojega mnenja, ima pristojni matični urad časa 30 dni od dneva, ko je bil osnutek registracije predložen CESR, da sprejme odločitev o registraciji. Po sprejetju odločitve o registraciji ali zavrnitvi registracije je

potrebno obvestiti prosilca v 10-ih dneh. Pristojni organ matične države obvesti Evropsko komisijo, CESR in ostale pristojne organe o izvedeni registraciji (Official Journal of the European Union L307, 2009, členi 14–18).

Sam postopek registracije lahko tako traja tudi do 80 dni, medtem ko še dodatnih 30 dni traja, da Evropska komisija v Uradnem listu objavi posodobljen seznam bonitetnih agencij, ki so bile registrirane v skladu s to direktivo.

Registrirana bonitetna agencija v vsakem trenutku izpolnjuje pogoje za začetno registracijo.

Bonitetna agencija nemudoma obvesti CESR, pristojni organ matične države članice in povezovalca o vsaki bistveni spremembi pogojev za začetno registracijo, vključno z morebitnim odprtjem ali zaprtjem podružnice v Skupnosti. Stroške registracije nosi prosilec, stroški se med seboj se razlikujejo od držav članici.

Registracija bonitetne agencije preneha veljati, če (Official Journal of the European Union L307, 2009, člen 20):

- se le-ta odreče registraciji ali v zadnjih 6 mesecih ni izdala nobene bonitetne ocene,
- je bilo ugotovljeno, da je bila registracija pridobljena na lažnih podatkih, ki jih je agencija navedla v svoji prijavi,
- bonitetna agencija ne izpolnjuje več pogojev, pod katerimi je bila registrirana,
- je bonitetna agencija kršila pogoje delovanja agencije, določene v direktivi.

CESR ali pristojni organi iz drugih držav članic lahko od matičnega organa, ki je pristojen za določeno agencijo, zahtevajo, da preveri, ali agencija še izpolnjuje pogoje za registracijo. V primeru, če se ugotovi, da teh pogojev ne izpolnjuje več, se o tem obvesti Evropsko komisijo, CESR in ostale pristojne organe v ostalih državah članicah. Evropska komisija nato v 30-ih dneh po prejemu obvestila objavi v Uradnem listu posodobljen seznam bonitetnih agencij, katerih registracija je bila razveljavljena (Official Journal of the European Union L307, 2009, člen 20).

3.3.2.2 Izdajanje bonitetnih ocen

S členi 6–13 in Prilogo I Uredbe so predpisani pogoji, katere morajo vse bonitetne agencije zasledovati, da bi lahko izdajale točne, zanesljive, aktualne bonitetne ocene. Tako morajo sprejeti vse potrebne ukrepe, s katerimi bi zagotovili, da na izdajo bonitetnih ocen ne bi vplivala kakršna koli že obstoječa ali potencialna navzkrižja interesov. Pogoje, ki so zapisani v omenjenih členih, predstavljamo v nadaljevanju.

Za zagotavljanje preprečevanja navzkrižij interesov morajo bonitetne agencije izpolnjevati tako organizacijske kot operativne zahteve.

Bonitetne agencije imajo upravni in nadzorni svet, ki zagotavljata neodvisnost dejavnosti ocenjevanja, ustrezno opredeljevanje, upravljanje in razkritje navzkrižij interesov ter usklajevanje bonitetne agencije s preostalimi zahtevami te Uredbe. Vsaka agencija mora biti organizirana na način, s katerim se lahko zagotovi, da njen poslovni interes ne bo zmanjšal neodvisnosti in točnosti bonitetnih ocen. V te namene naj bi bilo vodstvo sestavljeno iz uglednih oseb, ki posedujejo zadostna znanja in izkušnje in lahko zagotovijo premišljeno in skrbno upravljanje bonitetne agencije. Vsaj tretjino upravnega odbora ali nadzornega sveta morajo sestavljati neodvisni člani, ki niso na nikakršni način vpleteni v bonitetni proces ocenjevanja. Neodvisni člani imajo pomembno vlogo pri spremljanju razvoja politike bonitetnega ocenjevanja in metodologij, ki jih agencija uporablja. Prav tako spremljajo učinkovitost notranjega sistema kontrole kakovosti, učinkovitost ukrepov in postopkov, uvedenih za prepoznavanje, odpravljanje in upravljanja ter razkritja navzkrižij interesov ter spremljajo postopke skladnosti in upravljanja (Official Journal of the European Union L307, 2009, oddelek A Priloga I).

Bonitetna agencija mora vzpostaviti in izvrševati Službo za varovanje zakonitosti poslovanja, ki mora delovati neodvisno. Naloga Službe za varovanje zakonitosti poslovanja je izvajati funkcijo skladnosti. V okviru funkcije skladnosti morajo spremljati in redno ocenjevati primernost, predvsem pa učinkovitost ukrepov ter postopkov, uvedenih skladno s to Uredbo. Poleg tega nudijo svetovanje in pomoč vodilnim, bonitetnim analitikom in vsem zaposlenim in zunanjim sodelavcem, ki so vključeni v bonitetni proces, da lahko zagotovijo sledenje zahtevam te uredbe. Za zagotavljanje funkcije skladnosti je omogočeno, da ima funkcija skladnosti potrebne pristojnosti, vire, strokovno znanje ter dostop do vseh potrebnih informacij. Potrebno je imenovati odgovorno osebo za varovanje zakonitosti poslovanja, ki je odgovorna za funkcijo skladnosti (Official Journal of the European Union L307, 2009, oddelek A Priloga I).

Operativne zahteve zajemajo določila, ki jih mora bonitetna agencija izpolnjevati pri svojem delu. Tako mora agencija ugotavljati in odpravljati vsa navzkrižja interesov. Javnosti mora razkriti vse subjekte, pravne ali fizične, katerih prihodki predstavljajo več kot 5 % njihovih letnih prihodkov (Official Journal of the European Union L307, 2009, oddelek B Priloga I).

Bonitetna agencija ne sme izdati ocene, kadar obstaja lastniška povezanost med agencijo ali fizičnimi osebami, ki sodelujejo v ocenjevanju in ocenjevalnim subjektom, ko se bonitetna ocena izda v zvezi z ocenjevanim subjektom ali povezano tretjo osebo, ki je z agencijo neposredno ali posredno povezana z obvladovanjem. Sporna je tudi izdaja ocene v primeru, ko ima udeleženec v bonitetnem procesu kakršni koli odnos z ocenjevalnim subjektom, kar bi potencialno lahko vodilo v navzkrižje interesov (Official Journal of the European Union L307, 2009, oddelek A Priloga I).

V izogibanju navzkrižij interesov bonitetna agencija ne zagotavlja svetovalnih storitev glede podjetniške ali pravne strukture, sredstev, obveznosti ali dejavnosti ocenjevanega subjekta.

Dovoljeno jim je izvajati pomožne storitve, storitve, ki niso del dejavnosti bonitetnega ocenjevanja. Med pomožne storitve spadajo tržne napovedi, ocene gospodarskih gibanj, analize oblikovanja cen, splošne podatkovne analize. Tudi pri opravljanju pomožnih storitev morajo agencije zagotoviti, da to ne pomeni navzkrižij interesov.

Agencije morajo poskrbeti, da analitiki, ki odobrijo bonitetne ocene, ne dajejo predlogov ali priporočil v zvezi s sestavo strukturiranih finančnih instrumentov, za katere se pričakuje, da se bo za njih izdala bonitetna ocena.

Pri svojem delu morajo agencije oblikovati svoje poročevalske in komunikacijske poti, s katerimi zagotovijo neodvisnost. Prav tako morajo poskrbeti za ustrezne evidence, ki se hranijo v prostorih registrirane bonitetne agencije vsaj 5 let in morajo biti dosegljive na vsakršno zahtevo katerekoli članice. Po razveljavitvi registracije agencije se morajo dokumenti hraniti še 3 leta. Evidence morajo vključevati naslednje informacije: za vsako odločitev o bonitetni oceni identiteto bonitetnih analitikov, ki so sodelovali pri določanju ocene, identiteto oseb, ki so oceno odobrile, informacije o tem, ali je bila ocena naročena ali ne ter datum njene izvedbe. Posebna evidenca, ki jo morajo voditi je tudi evidenca honorarjev, prejetih od ocenjevanega subjekta ter evidenco računov posameznega naročnika bonitetnih ocen in z njimi povezanih storitev. Agencija mora imeti tudi evidenco, ki dokazuje vzpostavljene postopke in metodologije, ki jih uporabljajo pri določanju bonitetnih ocen. Imeti mora tudi interne evidence in dokumente, vključno z informacijami, ki niso javnega značaja, in delovne dokumente, katere se uporabljajo kot osnova za sprejemanje vseh odločitev o bonitetnih ocenah ter podajanju mnenj v teh poročilih. Evidence o postopkih in ukrepih, ki jih je agencija vzpostavila za zagotavljanje in izvajanje ukrepov uredbe, kopije notranjih in zunanjih sporočil, vključno z elektronskimi sporočili, ki so jih prejeli ali zaposleni ali agencija in se navezujejo na bonitetno dejavnost. Poleg naštetih evidenc pa morajo agencije do prekinitve sodelovanja z ocenjevanim subjektom hraniti evidence, v katerih so določene pravice in obveznosti bonitetne agencije in ocenjevanega subjekta (Official Journal of the European Union L307, 2009, oddelek B Priloga I).

Da se izdajajo le ustrezne, natančne in točne ocene, se poskrbi, da imajo bonitetni analitiki, zaposleni in zunanji sodelavci ustrezno izobrazbo ter izkušnje za opravljanje dela. Analitikom in zaposlenim ni dovoljeno začeti pogajanja ali sodelovanja v pogajanjih glede plačil in honorarjev. Njihovi dohodki in uspešnost bonitetnih agencij in oseb, odgovornih za izdajo ocen, niso odvisni od prihodka, ki jih prinese ocenjevani subjekt (Official Journal of the European Union L307, 2009, člen 7).

Agencije morajo poskrbeti, da analitiki in druge osebe, ki sodelujejo v procesu bonitetnega ocenjevanja (Official Journal of the European Union L307, 2009, oddelek C Priloga I):

- ne sodelujejo pri nakupu, prodaji, sklepanju poslov v zvezi s katerim koli instrumentom, ki ga izda,

- ne sodelujejo pri določanju ali drugače vplivajo na določanje bonitetne ocene katerega koli ocenjevanega subjekta, če je ta oseba lastnik finančnih instrumentov ocenjevanega subjekta, lastnik finančnih instrumentov subjekta, katerih lastništvo bi lahko povzročilo ali se obravnavalo kot navzkrižje interesov ter če je bil zaposlen ali imel drugačen poslovni ali neposlovni odnos z ocenjevanim subjektom, ki bi lahko povzročil ali se obravnaval kot navzkrižje interesov,
- sprejemajo vse ukrepe za zaščito lastnine in evidenc v lasti bonitetne agencije pred prevaro, krajo in zlorabo,
- spoštujejo poslovno skrivnost, torej ne razkrivajo informacij o ocenah ali mogočih prihodnjih ocenah agencije drugim kot ocenjevanemu subjektu,
- so nepodkupljivi in ne sprejemajo ali zahtevajo denarja, daril ali uslug od katerekoli osebe, povezane z ocenjevanim subjektom.

3.3.2.3 Izvajanje nadzora dejavnosti bonitetnega ocenjevanja

Uredba v členih 21–35 določa način izvajanja nadzora nad dejavnostmi bonitetnega ocenjevanja. Za izvajanje nadzora nad delovanjem bonitetnih agencij so zadolženi CESR in pristojni organi, ki jih določi vsaka članica zase. Naloga CESR je svetovati pristojnim organom. Slednje je tudi zagotovila z izdajo napotkov za registracijski postopek, operativno delovanje kolegijev, skupne standarde za predstavitev informacij (vključno z metodo, strukturo, obliko in obdobjem poročanja), uporabo sistema odobritve. Prav tako je CESR izdal napotke glede prakse izvrševanja in postopkov, ki jih opravljajo organi v skladu z Uredbo, skupnih standardov za oceno skladnosti metodologij bonitetnih agencij, vrste ukrepov s katerimi se zagotovi, da bonitetne agencije še naprej izpolnjujejo pravne zadeve, informacije, da bonitetne agencije zagotovijo izvajanje certificiranja in ocenjevanje systemskega pomena za finančno stabilnost ali integriteto finančnih trgov (Official Journal of the European Union L302, 2009).

Pri izvrševanju svojih dolžnosti na podlagi te Uredbe niti pristojni organi niti drugi javni organi države članice ne smejo posegati v vsebino bonitetnih ocen ali metodologijo. Za opravljanje svojih nalog imajo vsa nadzorna in preiskovalna pooblastila, ki jih lahko izvajajo neposredno, v sodelovanju z drugimi organi ali z vložitvijo zahtevka pri pristojnih sodnih organih.

Za nemoteno delovanje imajo pristojni organi v skladu z nacionalno zakonodajo pristojnost za dostop do vseh dokumentov v kakršni koli obliki, zahtevanje informacij od katere koli osebe, opravljanje inšpekcijskih pregledov na kraju samem s predhodno najavo ali brez nje ter zahtevanje zapisov o telefonskem in podatkovnem prometu.

V primeru ugotovitve kršitev bonitetne agencije lahko pristojni organ sprejme naslednje ukrepe (Official Journal of the European Union L307, 2009, člen 24):

- razveljavi registracijo bonitetne agencije,

- začasno prepove izdajanje bonitetnih ocen na območju skupnosti,
- prekliče uporabo, v regulatorne namene, bonitetnih ocen, ki jih je izdala ta bonitetna agencija in so veljavne v celotni Skupnosti,
- sprejme ustrezne ukrepe, s katerimi zagotovi, da bonitetne agencije še naprej izpolnjujejo pravne zahteve,
- izda javna obvestila,
- predloži zadeve za kazenski pregon pristojnim nacionalnim organom.

V primeru razveljavitve registracije ali preklica uporabe bonitetnih ocen se lahko bonitetne ocene v regulatorne namene uporabljajo še v obdobju, ki ne presega 10-ih delovnih dni, če obstajajo bonitetne ocene za iste finančne instrumente ali subjekte, ki so jih izdale druge bonitetne agencije, registrirane v skladu s to Uredbo oziroma v roku 3 mesecev, če ni bonitetnih ocen za isti finančni instrument ali ocenjevalni subjekt, ki so jih izdale druge bonitetne agencije, ustanovljene v skladu s to Uredbo (Official Journal of the European Union L307, 2009, člen 24).

Za bonitetno agencijo, ki krši predpise v nematični državi članice, pa lahko pristojni organ tiste države, v kateri se uporablja ta ocena, izda javno obvestilo ali predloži zadevo za kazenski pregon pristojnim nacionalnim organom, prekine uporabo bonitetnih ocen bonitetne agencije v regulatorne namene s strani institucij, ki imajo registriran sedež v njihovem pravnem redu (Official Journal of the European Union L307, 2009, člen 25).

3.3.2.4 Kazni, razkrivanje in poročanje

Uredba s členi 36–39 določa kazni za kršitve Uredbe in pogoje za poročanje in razkrivanje informacij. V skladu z Uredbo države članice določijo pravila o kaznih, ki se uporabljajo v primerih kršitev določb iz direktive. Kazni morajo biti primerne, učinkovite, sorazmerne prav tako morajo biti določene vsaj za primere grobih poklicnih napak in pomanjkanja skrbnosti dobrega gospodarja. O kaznih morajo države članice obvestiti Komisijo.

Bonitetna agencija mora neselektivno in pravočasno razkriti vse bonitetne ocene in vse odločitve glede prenehanja bonitetnega ocenjevanja. V slednjem primeru morajo razkriti tudi razloge za takšno dejanje.

Bonitetne ocene morajo biti predstavljene v skladu z oddelkom D priloge I Uredbe. Naj omenimo samo nekaj najpomembnejših točk, katere morajo agencije spoštovati in upoštevati pri predstavljanju informacij. V vsaki bonitetni oceni morajo biti jasno in vidno navedeni ime in naziv delovnega mesta glavnega bonitetnega analitika ter ime in priimek osebe, ki je bila odgovorna za odobritev bonitetne ocene. V bonitetni oceni morajo biti navedeni vsi bistveni viri, ki so bili uporabljeni pri pripravi ocene, jasno navedena glavna metodologija ali različica metodologije s sklicevanjem na njen širši opis, kadar ocena temelji na več kot eni metodologiji. V oceni je pojasnjen pomen vsake bonitetne kategorije, opredelitve neplačila ali

poplačila, vsa ustrezna opozorila glede tveganj. Jasno mora biti razvidno, kdaj je bila ocena prvič objavljena in datum, kdaj je bila nazadnje posodobljena. Ocena mora vsebovati tudi informacijo, ali se ocena nanaša na novo izdani finančni instrument in ali agencija prvič ocenjuje finančni instrument (Official Journal of the European Union L307, 2009, oddelek D priloge I).

Uredba predpisuje, da mora bonitetna agencija ocenjevanemu subjektu sporočiti oceno vsaj 12 ur pred javno objavo, pri čemer ga obvesti o glavnih elementih, na katerih temelji ocena. S tem ima ocenjevani subjekt možnost, da pravočasno opozori agencijo na stvarne napake. Ko se ocena objavi, je potrebno navesti vse značilnosti in omejitve bonitetne ocene. Pri tem objavi, ali so informacije bile zadostne in v kolikšnem obsegu jih je preverila.

Bonitetna agencija je zavezana k celotnemu razkritju vseh dejanskih in potencialnih navzkrižjih interesov, seznama njenih pomožnih storitev, svoje politike glede objavljanja ocen in drugih s tem povezanih sporočil, splošnega značaja svoje ureditve glede plačil, metodologije in opise modelov ter ključnih predpostavk ocenjevanja, vseh bistvenih sprememb svojih sistemov, virov ali postopkov in po potrebi svojega kodeksa ravnanja.

V centralnem registru, ki ga vzpostavi CESR, da na razpolago informacije o svojih preteklih rezultatih.

Poleg splošnih informacij, ki jih mora agencija nujno razkriti, morajo svojemu pristojnemu matičnemu organu in CESR dodatno razkriti še naslednje informacije: vsako leto mora razkriti seznam svojih 20 največjih strank glede na prihodek, ki ga ustvarijo ter seznam tistih strank, kateri prispevek k stopnji rasti pri ustvarjanju prihodka bonitetne agencije je v prejšnjem finančnem letu več kot 1,5 krat presegle stopnjo rasti skupnih prihodkov agencije v tistem letu. Vsako leto mora agencija dodatno razkriti še poročilo o preglednosti, najkasneje 3 mesece po izteku vsakega finančnega leta. Poskrbeti mora, da je to poročilo vsaj 5 let dostopno na njihovi spletni strani. To poročilo vsebuje podrobnejše informacije o pravni strukturi in lastništvu bonitetne agencije, vključno z deleži. Opisane morajo biti notranje kontrole, s katerimi zagotavlja kakovost svojih dejavnosti. Objavljena je statistika o dodelitvi osebja novim bonitetnim ocenam, pregledom bonitetnih ocen, ocenjevanju metodologij ali modelov in višjemu vodstvu, opis politike vodenja evidenc, rezultat letnega notranjega pregleda neodvisne funkcije skladnosti, opis politike rotacije vodstvenega osebja in analitikov. Poročilo mora vsebovati tudi finančne informacije o prihodkih agencije, razdeljenih na honorarje iz naslova dejavnosti bonitetnega ocenjevanja in honorarje iz naslova opravljanja drugih dejavnosti, pri čemer ne sme manjkati opis posamezne dejavnosti. V poročilu prav tako ne sme manjkati izjava o upravljanju (Official Journal of the European Union L307, 2009, priloga I, oddelek E).

3.4 Reforma bonitetnih agencij v slovenski zakonodaji

Kot članico EU, nas Uredba neposredno zavezuje in jo moramo tako tudi upoštevati. Tako je leta 2010 Slovenija sprejela Uredbo o izvajanju Uredbe s katero se določajo pristojni organ in kazenske določbe v zvezi z izvajanjem Uredbe. Pristojni organ za izvajanje Uredbe o izvajanju Uredbe je ATVP. Uredba o izvajanju Uredbe določa tudi, da države članice določijo pravila o kaznih za prekrške zoper Uredbe. Uredba o izvajanju Uredbe v členih 4–6 obravnava tri skupine prekrškov, za katere je predpisana tudi različna višina globe ob ugotovljenem neupoštevanju predpisov. Slednje predstavljamo v nadaljevanju.

4. člen Uredbe o izvajanju Uredbe predpisuje, da se globe v višini 250.000 € za pravne osebe, ki se po zakonu, ki ureja gospodarske družbe, šteje za srednje ali veliko gospodarsko družbo, 125.000 € za pravne osebe, ki se po zakonu ne šteje za srednjo ali veliko gospodarsko družbo in 5.000€ za odgovorno osebo pravne osebe, dodelijo, če se:

- odobri bonitetno oceno, izdano v tretji državi, in če dejavnosti bonitetnega ocenjevanja, na podlagi katerih se izda takšna bonitetna ocena, ne izpolnjujejo pogojev, določenih v tretjem odstavku 4. člena Uredbe,
- ne izpolnjuje obveznosti glede metodologij, modelov in ključnih predpostavk ocenjevanja v skladu z 8. členom Uredbe,
- v nasprotju z 9. členom Uredbe, z oddajanjem pomembnih operativnih funkcij v zunanje izvajanje, bistveno poslabša kakovost notranjih kontrol in zmožnost izvajanja nadzora nad izpolnjevanjem obveznosti, določenih z Uredbo.

Globe v višini 100.000 € za pravne osebe srednje ali velikih družb, 50.000 € za pravne osebe, ki se ne uvrščajo med srednje ali velike družbe, in 2.000 € za odgovorno osebo pravne osebe, se na podlagi 5. člena Uredbe o izvajanju Uredbe predpiše v primerih, če:

- se ne sprejme vseh potrebnih ukrepov za zagotavljanje neodvisnosti in izogibanja navzkrižjem interesov v skladu s prvim odstavkom 6. člena Uredbe,
- se ne izpolnjuje obveznosti glede bonitetnih analitikov, zaposlenih in drugih oseb, vključenih v izdajo bonitetnih ocen v skladu s 7. členom Uredbe.

V skladu z 6. členom Uredbe o izvajanju Uredbe se z globo 40.000 € za pravne osebe, ki se štejejo za srednjo ali veliko gospodarsko družbo, 20.000 € za pravno osebo, ki se ne šteje za srednje ali veliko gospodarsko družbo in 1.000 € za odgovorno osebo pravne osebe kaznuje, če:

- se ne razkrije vseh bonitetnih ocen in vseh odločitev glede prenehanja bonitetnega ocenjevanja v skladu z 10. členom Uredbe,
- se v celoti ne razkrije in posodobi informacij v skladu z 11. členom Uredbe;
- se ne objavi poročila o preglednosti v skladu z 12. členom Uredbe,
- se v nasprotju s 13. členom Uredbe zaračunava pristojbine za informacije, zagotovljene v skladu z 8. do 12. členom Uredbe.

3.5 Reforma bonitetnih agencij v ZDA

Leta 2009 je SEC sprejela dodatna pravila, ki bi pripomogla k boljšemu delovanju bonitetnih agencij (Katz, Munoz, & Constantinos, 2009, str. 5):

- prepoved agencije sodelovati pri pripravi finančnega instrumenta, ki ga nato ocenijo, saj naj bi v tem primeru prihajalo do prevelikega navzkrižja interesov,
- prepoved pogajanja analitikov o višini plačila za omenjeno oceno,
- določanje višine vrednosti daril, ki jih še lahko analitiki dobijo od naročnikov,
- izboljšanje hrambe podatkov,
- obvezna predložitev letnega poročila o svojem delovanju in kakovosti ocen ter poročilo o gibanju ocen za letno, triletno in desetletno obdobje,
- posredovanje informacij, ki jih je naročnik posredoval bonitetni agenciji in ostalim, na podlagi katerih so potem izdali oceno, da imajo lahko le-te možnost izdati nenaročeno oceno (s tem se pridobi primerjava in nadzor nad oceno),
- agencije morajo posredovati seznam vseh podeljenih ocen po 24. 6. 2008, s čimer Komisija dobi vpogled v to, kako so agencije spreminjale ocene glede na stanje na trgu.

IOSCO je maja 2008 objavil posodobljen kodeks IOSCO, ki je od bonitetnih agencij zahteval (Green & Jennings-Mares, 2009, str. 8):

- zagotavljanje kakovosti in celovitosti bonitetnega procesa,
- neodvisnost in izogibanje navzkrižjem interesov,
- odgovorno ravnanje do vlagateljev in izdajateljev,
- javno razkritje kodeksov ravnanja, ocenjevalne metodologije in zgodovinskih podatkov o uspešnosti.

3.6 Odziv udeležencev na reformo

Prvi odziv na predloge EU o načinu ureditve trga bonitetnih agencij je vključeval številne kritike udeležencev na trgu bonitetnih agencij. 5. 9. 2008 je delovna skupina Združenja za vrednostne papirje in finančne trge (angl. *Securities Industry and Financial Markets Association*, v nadaljevanju SIFMA) objavila odzivno poročilo na posvetovanje EU, v katerem so izrazili zaskrbljenost glede narave in obsega predlaganih ukrepov. Mnenja so bili, da dokument predstavlja zavezujoč režim ter da predlagan pristop ni del usklajenih mednarodnih pristopov. Pomisleke so imeli posebno pri vključevanju dodatnih teritorialnih predlogov in možnosti za pristojne matične urade, da neupravičeno posegajo v ocenjevalne odločitve. Dodaten pomislek je bil tudi, da bi predlogi lahko povzročili motnje na trgu in povečali ovire za vstop v panogo, ki je že tako zelo koncentrirana (Green & Jennings-Mares, 2009, str. 2).

Na predloge EU se je 16. 9. 2008 odzvala tudi CESR, ki je poudarila potrebo po mednarodnem odzivu na izzive, ki jih prinašajo bonitetne agencije. Mnenja so bili, da prvi

predlogi, ki jih je EU predlagala niso v skladu z kodeksom IOSCO in predpisi v ZDA. Prav tako so bili mnenja, da Komisija ne sme sprejeti ukrepe, ki bi negativno vplivali na konkurenčno okolje, ukrepi pa so bili pretogi.

Komisija je 12. 8. 2008 izdala osnutek Uredbe, pri čemer je upoštevala pripombe, ki so bile dane na njihove posvetovalne dokumente. Javno je objavila, da je sedanja kriza razkrila slabosti metod in modelov, ki jih uporabljajo bonitetne agencije, kar naj bi bila posledica oligopolnega trga, ki ponuja omejene spodbude za konkuriranje glede kakovosti postavljanja ocen. Komisija je bila tudi mnenja, da kodeks IOSCO predstavlja mednarodno merilo. Nekatera pravila kodeksa IOSCO so precej splošna, morala biti bolj specifična, da bi jih bilo lažje uporabiti učinkovitejše in lažje tudi v praksi. Poleg tega je navedla, da meni, da je pomembno, da se uporabi globalno usmerjen pristop pri urejanju trga in da je potrebno ustvariti regulatorni okvir na enakih načelih, da bo primerljiv s tistim v ZDA. Čeprav je Komisija upoštevala večino pripomb, je kritika o neuskkljenosti z drugimi pobudami ostala. Po nadaljnjih posvetovanjih in pogajanjih z EU parlamentom in Svetom ministrov, je bila Uredba sprejeta 23. 4. 2009 (Green & Jennings-Mares, 2009, str. 2–3).

Evropska centralna banka je široko pozdravila sprejeto zakonodajo, še vedno pa so bili nekateri zaskrbljeni, ker so bili nekateri vidiki Uredbe urejeni nejasno, še posebej, kaj pomeni uporaba ocen za regulatorne namene. Standard & Poor's je pozdravil večjo preglednost in odgovornost. Poudarili so potrebo po usklajeni uporabi pravil po vsej EU. Nekateri so bili mnenja, da je bil problem bonitetnih agencij drugje, kot je navedla Komisija. Problem vidijo v preveliki moči in vplivu ter dostopu do podatkov, ki jih ostali udeleženci nimajo. Tako so mnenja, da lahko takšen regulatorni sistem še poslabša te težave s povečevanjem ovir za nove udeležence. Alternativno rešitev vidijo v omogočanju večje konkurence in zahtevi, da mora izdajatelj objaviti vse informacije, katere je posredoval bonitetni agenciji. Od vlagateljev pa bi se zahtevalo, da sami naredijo lastno oceno (Green & Jennings-Mares, 2009, str. 8).

3.7 Predlagane dodatne rešitve

Leta 2011 je Komisija še poostrila nadzor trga bonitetnih agencij, tako da Evropski organ za trg vrednostnih papirjev (angl. *European Securities and Markets Authority*, v nadaljevanju ESMA)¹⁰ dobi edinstveno nadzorstveno odgovornost in nalaga dodatna razkritja izdajateljev strukturiranih finančnih instrumentov, ki so v skladu s pravilom US SEC 17g-5.2.

Čeprav je Uredba, ki je bila sprejeta leta 2008, uredila marsikatero težavo na trgu bonitetnih agencij, so bili vseskozi do danes dani novi predlogi, s katerimi bi lahko rešili nerešena vprašanja povezana z dejavnostmi bonitetnega ocenjevanja in uporabo bonitetnih agencij. Največja skrb je bila preveliko zaupanje in zanašanje na bonitetne ocene, modelom izdajatelj

¹⁰ CESR se je v začetku leta 2011, natančneje 1.1.2011, preimenovala v novo evropsko nadzorno agencijo ESMA, zato se od sedaj naprej v nalogi pojavlja kratica ESMA.

plača in z njim povezanimi navzkrižji interesi, civilno odgovornost bonitetnih agencij do vlagateljev. Na ta vprašanja je Komisija opozorila v svojem poročilu Reguliranje finančnih storitev za trajnostno rast leta 2010 in posvetovalnem dokumentu služb Komisije, kjer je napovedala potrebo po ciljno usmerjeni reviziji Uredbe. Junija 2011 je Evropski parlament izdal nezakonodajno resolucijo o bonitetnih agencijah. Poročilo je opozorilo in zagovarjalo okrepitev regulatornega okvira za bonitetne agencije in sprejetju dodatnih ukrepov za zmanjšanje tveganja, ki je posledica prevelikega zanašanja na bonitetne ocene. Predlogi so zajemali okrepitev zahtev glede razkritij pri bonitetnih ocenah držav, oblikovanje Evropskega indeksa bonitetnega ocenjevanja, okrepljeno razkrivanje informacij o strukturiranih finančnih instrumentih ter civilno odgovornost bonitetnih agencij. Glavni cilj je bil tudi povečati in spodbuditi konkurenco na trgu bonitetnih agencij. Pojavi se ideja po ustanovitvi neodvisne Evropske bonitetne agencije (Komisija Evropskih skupnosti, 2011, str. 2–3).

Komisija Evropskih skupnosti (2011, str 7–12) je predvidela nekatere novosti, ki jih na kratko predstavljamo v nadaljevanju.

3.7.1 Razširitev področja uporabe Uredbe na obete glede bonitetne ocene

Bonitetne agencije poleg bonitetnih ocen objavljajo tudi obete glede bonitetnih ocen, kjer izrazijo mnenje glede prihodnjega gibanja ocen. Predlog Komisije je bil razširitev uporabe pravil o bonitetnih ocenah tudi na to področje. Po novem bi morale agencije razkriti obdobje, znotraj katerega se pričakuje sprememba bonitetne ocene (Komisija Evropskih skupnosti, 2011, str. 7).

3.7.2 Uporaba bonitetnih ocen

Največ sprememb je na področju uporabe bonitetnih ocen. Določene finančne institucije bi po novem morale pripraviti lastno oceno kreditnega tveganja, izogibati se morajo izključnemu ali sistematičnemu zanašanju na zunanje bonitetne ocene pri ocenjevanju kreditne kakovosti sredstev. Pomembno vlogo imajo pristojni organi, ki morajo nadzorovati ustreznost postopkov teh finančnih podjetij za ocenjevanje kreditnega tveganja in ob tem skrbeti, da se finančna podjetja ne zanašajo preveč na bonitetne ocene. ESMA, Evropski bančni organ (angl. *European Banking Authority*, v nadaljevanju EBA) in Evropski organ za zavarovanja in poklicne pokojnine (angl. *European Insurance and Occupational Pensions Authority*, v nadaljevanju EIOPA) se v svojih smernicah, priporočilih in osnutkih tehničnih standardov ne smejo sklicevati na bonitetne ocene, kadar bi takšno sklicevanje lahko sprožilo sistematično zanašanje pristojnih organov ali udeležencev na finančnih trgih na bonitetne ocene. Najkasneje do 31. 12. 2013 morajo prilagoditi svoje smernice in priporočila (Komisija Evropskih skupnosti, 2011, str. 7–8).

Namen sprememb je odpraviti tveganje (ki nastane zaradi prevelikega zanašanja na bonitetne ocene) in izboljšati kakovost bonitetnih ocen, predvsem ocen strukturiranih finančnih

instrumentov. V ta namen morajo izdajatelji redno razkrivati določene informacije o strukturiranih finančnih produktih, zlasti o glavnih elementih skupin sredstev, na katerih temeljijo strukturirani finančni produkti, ki jih vlagatelji potrebujejo za pripravo lastne ocene kreditnega tveganja in ki jim bodo omogočile, da se izognejo potrebi po zanašanju na zunanje bonitetne ocene. Izdajatelji, ki naročijo bonitetne ocene, morajo najeti neodvisni bonitetni agenciji, ki vzporedno izdaja neodvisni bonitetni oceni o istih strukturiranih finančnih instrumentih (Komisija Evropskih skupnosti, 2011, str. 8).

3.7.3 Neodvisnost bonitetnih agencij

Z novimi omejitvami se skuša zagotoviti še večjo neodvisnost bonitetnih agencij, predvsem naj bi še zmanjšalo možnost nastanka navzkrižja interesov. Med pomembnejšimi spremembami na tem področju velja omeniti nov člen Uredbe, 6b (velja za bonitetne ocene držav), ki uvaja pravilo rotacije bonitetnih agencij, ki jih izdajatelj najame za ocenitev samega izdajatelja ali njegovih dolžniških instrumentov. Po novem bonitetna agencija ne bi smela biti najeta dlje kot 3 leta ali dlje kot 1 leto, če oceni več kot 10 zaporednih dolžniških instrumentov izdajatelja. Kadar bi izdajatelj zaradi zakonskih obveznosti ali prostovoljno naročil več kot eno oceno zase ali za svoj instrument, je potrebna rotacija samo ene agencije. Najdaljše obdobje, ko agencija lahko ocenjuje nek subjekt ali instrument, je 6 let, pri čemer velja, da prejšnja bonitetna agencija (ali katera koli druga bonitetna agencija, ki je del iste skupine ali ki je delničarsko povezana s prejšnjo bonitetno agencijo) ne sme znova oceniti istega izdajatelja ali njegovih instrumentov, dokler ne preteče ustrezno obdobje. Ob zamenjavi agencije mora biti zagotovljena primopredaja dokumentacije z vsemi informacijami (Komisija Evropskih skupnosti, 2011, str. 8).

Dodatne novosti se navezujejo na menjavo glavnih analitikov, ki ne smejo ocenjevati istega subjekta dlje kot 4 leta. Prav tako je predvidena notranja menjava analitikov v primerih, če se izdaja nenaročene bonitetne ocene ali ocene držav. Prav tako bi se bonitetni agenciji prepovedalo izdajati bonitetne ocene (ali določilo, da razkrije morebitno ogroženost bonitetne ocene), kadar obstajajo dejanska ali potencialna navzkrižja interesov. Slednje bi veljalo v primerih, ko bi navzkrižja interesov izhajala iz vključenosti oseb, ki so imetniki več kot 10-odstotnega deleža kapitala ali glasovalnih pravic v bonitetni agenciji ali ki lahko drugače pomembno vplivajo na poslovne dejavnosti bonitetne agencije (Komisija Evropskih skupnosti, 2011, str. 9).

3.7.4 Razkritje informacij o metodologijah bonitetnih agencij, bonitetnih ocenah in obetih glede bonitetne ocene

Novo določbe predpisujejo postopke priprave novih metodologij ocenjevanja ali spremembe obstoječih metodologij. Bonitetne agencije bi morale predlagane metodologije predložiti ESMA v presojo njihove skladnosti z obstoječimi zahtevami. Če jih ESMA odobri, se bodo nove metodologije smele uporabljati. Prav tako bodo nove metodologije morali objaviti in jih

podrobno razložiti. Morebitne napake, ki se pojavljajo v metodologijah, bodo agencije morale odpraviti ter javno obvestiti vse udeležence trga. Za vse finančne instrumente so potrebna jasna in razumljiva navodila o metodologijah in uporabljenih predpostavkah. Poleg razkritij, ki se navezujejo na metodologijo, se okrepi tudi področje ostalih razkritij. Tako bi morale bonitetne agencije izdajateljem še pred objavo ocene ali obetov zagotoviti informacije o glavnih elementih, na katerih ocene in obeti temeljijo. Določen je rok obveščanja izdajateljev, in sicer jih je potrebno obvestiti med delovnim časom in najmanj en cel delovni dan pred javno objavo ocene (Komisija Evropskih skupnosti, 2011, str. 9–10).

3.7.5 Bonitetne ocene držav

Po želji izboljšati kakovost bonitetnih ocen držav Komisija predvideva podrobnejša pravila. Tako mora biti izvedena revizija ocene vsakih 6 mesecev, namesto prejšnjih 12-ih. Ob izdaji ali vsakršni spremembi bonitetnih ocen držav morajo agencije objaviti raziskovalno poročilo, katerega namen je izboljšati preglednost in uporabnikovo razumevanje. Bonitetne ocene držav se bodo smele objavljati le po zaključku trgovanja in najmanj eno uro pred odprtjem mest trgovanja v EU (Komisija Evropskih skupnosti, 2011, str. 10).

3.7.6 Primerljivost bonitetnih ocen in honorarjev za bonitetne ocene

Bonitetne agencije bi morale sporočati svoje bonitetne ocene ESMI, s čimer se zagotovi objava vseh dostopnih bonitetnih ocen dolžniškega instrumenta v obliki Evropskega indeksa bonitetnega ocenjevanja (v nadaljevanju EURIX), ki bo prosto dostopen vlagateljem. V želji izboljšanja kakovosti ocen, bi ESMA dobila pooblastila za pripravo osnutkov tehničnih standardov, ki bi jih potrdila Komisija, za usklajeno ocenjevalno lestvico, ki bi jo morale uporabljati bonitetne agencije, s čimer bi se zagotovila lažja primerjava bonitetnih ocen (Komisija Evropskih skupnosti, 2011, str. 11).

V želji preprečevanja navzkrižij interesov so nove zahteve po zaračunavanju honorarjev strankam za pripravo bonitetnih ocen. Še bolj je poudarjeno, da ne smejo biti diskriminatorni, temveč morajo temeljiti na dejanskih stroških in merilih. Honorarji nikakor ne smejo biti odvisni od rezultata ali izida opravljenega dela. Dodatno morajo ESMI vsako leto razkrivati višine honorarjev, ki so bili zaračunani za posamezno bonitetno oceno ali kakršno koli dodatno storitvijo posamezni stranki (Komisija Evropskih skupnosti, 2011, str. 11).

3.7.7 Civilna odgovornost bonitetnih agencij do vlagateljev

Po novem bi bila bonitetna agencija odgovorna za vsakršno namerno kršitev Uredbe ali kršitev iz malomarnosti, s katero vlagatelju, ki je upošteval njihovo oceno, povzroči škodo, pod pogojem, da zadevna kršitev vpliva na bonitetno oceno (Komisija Evropskih skupnosti, 2011, str. 11).

V zadnjem času se vedno močneje pojavlja ideja o Evropski bonitetni agenciji, ki naj bi predstavljala protiutež trem ameriškim agencijam, ukvarjala pa se bo z ocenjevanjem kreditne ocene podjetij in držav. O slednji je podrobnejšo oceno učinka zahteval tudi Evropski parlament. Ugotovljeno je bilo, da bi Evropska bonitetna agencija prinesla določene pozitivne učinke (predvsem povečanja števila mnenj in zagotovitve alternativnega modela modelu izdajatelj plača), vendar bi še vedno ostal problem navzkrižij interesov. Problematična bi lahko bila tudi njena verodostojnost, predvsem pri ocenjevanju državnih dolgov (Komisija Evropskih skupnosti, 2011, str. 12). Kljub temu naj bi Evropska bonitetna agencija vendarle začela delovati v letu 2013. Investicija se ocenjuje na okoli 300 milijonov evrov, pri čemer so pomoč pri zagotavljanju sredstev zagotovile tudi številne banke in zavarovalnice (V.G, 2012).

Februarja 2012 je Komisija sprejela Uredbo (Official Journal of the European Union L90/6, 2012), ki določa pravila o pristojbinah in taksah, ki bi jih ESMA zaračunavala bonitetnim agencijam za nadzor, registracijo in certificiranje. Takse se izračunavajo na podlagi upoštevanega prometa za zadevno finančno leto objavljene prihodke v njihovih revidiranih poročilih, ustvarjenih iz opravljanja bonitetnih dejavnosti. V primeru, ko agencija ni poslovala celo leto, se ti prihodki preračunajo na letoletno raven. Vrsta in višina taks se razlikuje glede na sedež bonitetne agencije. Če prihaja agencija iz EU in je registrirana, se jim zaračunava letno takso za nadzor. V kolikor je skupni promet manjši od 10 milijonov EUR ali če je del skupine bonitetnih agencij, katerih skupni promet ne presega 10 milijonov EUR so oproščeni plačevanja letne takse za nadzor. Taksa se plača v dveh obrokih, prvi se plača do konca februarja, drugi pa do konca avgusta.

Agencije, ki predložijo vlogo za registracijo, morajo plačati pristojbino za registracijo, ki je sorazmerna z zahtevnostjo vloge in velikostjo bonitetne agencije. Tako je višina odvisna od tega, ali namerava agencija izdajati ocene za strukturirane finančne instrumente ali ima podružnico v drugi državi članici ali tretji državi ali namerava odobravati bonitetne ocene. V kolikor pa ne velja nič od naštetega, pa se upošteva število zaposlenih. Glede na izpolnjevanje meril lahko pristojbine znašajo od 2.000 EUR do 125.000 EUR in se plača v celoti, ko se predloži vloga za registracijo. V primeru umika vloge pred potrditvijo se ji povrnejo $\frac{3}{4}$ pristojbine (Official Journal of the European Union L90/6, 2012).

Bonitetne agencije, ki so certificirane v skladu z Uredbo, plačajo letno takso za nadzor v višini 6.000 EUR, ki jo je potrebno plačati do konca februarja. Tako kot pri registriranih agencijah, velja tudi pri teh, da je meja za oproščeno plačilo 10 milijonov EUR skupnih prihodkov. Agencija, ki vloži prošnjo za certificiranje, mora plačati 10.000 EUR.

4 UČINEK REFORME NA TRG BONITETNIH AGENCIJ IN TRG BONITETNIH AGENCIJ V PRIHODNOSTI

Reforme na trgu bonitetnih agencij bi imele na vse udeležence trga tako pozitivne kot negativne učinke, ki bodo imeli pomemben vpliv na nadaljnji razvoj trga bonitetnih agencij.

Najpomembnejši pozitivni učinek naj bi občutili vlagatelji. Slednji bi imeli neposredne koristi od povečane kakovosti ocen in preglednosti, kar bi pripomoglo k boljšim naložbenim odločitvam in povečanju njihovega zaupanja v ocene. Izdajateljem bi se posredno povečal dobiček. Prav tako bi se na daljši rok povečal dobiček bonitetnih ocen. Razlog lahko iščemo v povečanju zaupanja v ocene s strani vlagateljev. Povečal bi se dobiček bonitetnih agencij. Nadzorni organi lahko zaradi spremenjene zakonodaje spremljajo delovanje bonitetnih agencij. Zaradi prepovedi opravljanja svetovalnih storitev ni bilo pričakovati dodatnih stroškov ali izgub. Nadzorniki so z reformo pridobili možnost in obvezo spremljanja delovanja bonitetnih agencij. V primeru učinkovitejšega nadzora bi pripomogli k pravočasnemu odkrivanju neskladnosti ali nasprotujoče uporabe ali pristojnosti (European Commission, 2010, str. 50–51).

Glavni negativni učinek bi bil za bonitetne agencije, saj bi se povečali stroški prilagajanja novi zakonodaji, predvsem bi se povečali stroški usklajevanja z regulatornimi zahtevami. Zahteve po letnem preglednem poročilu, statističnih informacijah o uspešnosti, razkritjih o navzkrižjih interesov, metodologiji, notranjih postopkih, spremembah v začetnih pogojih za registracije, strožjih standardih za predstavitev ocen in vodenju evidenc povečujejo stroške (European Commission, 2010, str. 50–51). Prav tako bi se nekatere manjše bonitetne agencije lahko počutile prikrajšane, ko ESMA ne bo prisotna v državi članice njihove uveljavitve.

Po našem mnenju bodo bonitetne agencije v prihodnosti še vedno pomemben igralec na trgu, vprašanje je le, če bodo pozitivno vplivale na trg. S sprejeto zakonodajo in novejšimi predlogi bi se moral trg stabilizirati, bonitetne agencije bi morale zagotavljati točne, neodvisne ocene, pri čemer bi bili vsi udeleženci poučeni vsaj o osnovah tega trga. Verjetnost, da bodo udeleženci popolnoma zaupali v bonitetne ocene, bo odvisna predvsem od bonitetnih agencij samih. V kolikor bodo delale na pridobivanju zaupanja vlagateljev in izdajateljev tako, da bodo njihove ocene točne, neodvisne ter bodo skrbele za pravočasni odziv na spremembe na trgu, so na dobri poti, da si ponovno povrnejo zaupanje.

Največjo težavo v prihodnosti vidimo še vedno v navzkrižjih interesov, saj je na žalost vse prevečkrat cilj doseganje čim večjega profita. Vse pomembnejšo vlogo bodo imeli tudi nadzorni organi, ki bodo morali zagotoviti, da se bo zakonodaja skrbno izvajala ter da bodo kršitelji za kršitve primerno kaznovani. Velik poudarek bi bilo potrebno dati tudi izobraževanju o bonitetnih agencijah in njihovem delovanju.

67% anketiranih bonitetnih agencij je mnenja, da se bo število bonitetnih agencij na trgu povečevalo, pri čemer bo prisotnih več tujih agencij. Nekateri so mnenja, da se bo povpraševanje po bonitetnih ocenah zmanjšalo. Ali se bo njihovo razmišljanje o prihodnjem stanju trga bonitetnih agencij uresničilo, je odvisno od vseh udeležencev na trgu bonitetnih agencij. Naše mnenje je, da se bo povpraševanje po bonitetnih ocenah povečevalo, saj je trenutno finančno stanje takšno, da je potrebno narediti poglobljeno analizo pred vsakršno pomembno finančno odločitvijo. Tudi po mnenju AJ PES-a je bilo na področju bonitetnih

agencij storjeno že veliko in tudi zakonodaja gre v pravo smer. Sami se želijo v prihodnosti registrirati v skladu z Uredbo.

SKLEP

Bonitetne agencije obstajajo že več kot stoletje in do sedaj je struktura trga bonitetnih agencij ostala nespremenjena, saj še vedno lahko govorimo o oligopolnem trgu, kjer prevladujejo tri največje bonitetne agencije: Moody's, Standard & Poor's in Fitch. Zaradi številnih ovir se na trgu le s težavo pojavijo nove agencije, če pa že, pa si težko pridobijo pomemben tržni delež. Stanje na slovenskem trgu bonitetnih agencij je podobno kot na svetovnem trgu, saj prevladujoči delež trga pripada AJPES-u. Značilnost slovenskega trga o nemenjavi ponudnika samo še dodatno omejuje konkurenco na trgu. Kljub pomanjkanju konkurence so bonitetne agencije pomembne za trge, saj pripomorejo k zmanjšanju informacijske asimetrije, ki se pojavlja na trgu zaradi boljšega položaja enega od udeležencev. Prav tako bonitetne agencije pripomorejo k lažji odločitvi pri naložbah. Žal je njihovo delovanje v zadnjih 12-ih letih pod velikim vprašanjem, saj so zaradi želje po večjem tržnem deležu in večjih prihodkih podlegle navzkrižjem interesom ter podajale ocene, ki niso bile skladne s trenutnim stanjem podjetja. Nerealne ocene so imele za nekatera podjetja usodne posledice, saj so jih popeljale v propad.

Kljub kritikam o navzkrižjih interesov, nepravočasnega prilagajanja ocen spremembam razmer, nerazumljive in netočne metodologije, procikličnosti, so bonitetne agencije zatrjevale, da niso krive za nastalo situacijo, hkrati pa so si marsikatero zatiskale oči pred težavami, ki jih imajo. Ravno zaradi kritik in nezaupanja v ocene so se začele pojavljati pobude za regulacijo trga bonitetnih agencij. Četudi bi se regulacija bonitetnih agencij začela že pri prvih znakih, da ocene, ki jih podajajo bonitetne agencije, niso točne, menimo, da bi sedanjo finančno krizo težko preprečili. Vsekakor pa bi potek finančne krize lahko potekal drugače, saj bi z neodvisnimi ocenami bonitetne agencije lahko preprečile zavajanje vlagateljev ter pomembno vplivale na dogajanje na trgu.

Tako kot se pojavlja nezaupanje v ocene na svetovnem trgu bonitetnih agencij, lahko veliko nezaupanje v ocene opazimo tudi v Sloveniji. Več kot 60 % sodelujočih v raziskavi ne verjame v točnost in pravilnost ocen. Dodatni problem predstavlja nepoznavanje metodologije in zakonodaje, ki ureja področje bonitetnih agencij. Zaupanje tistih, ki verjamejo v ocene, ne more izhajati iz poznavanja metodologije in zakonodaje, ampak iz osebnih izkušenj. Skrb vzbujajoče je dejstvo, da agencije same ne poznajo dobro zakonodaje, katera jih ureja. Kljub nezaupanju v ocene se večja podjetja pogosteje odločajo za nakupe bonitetnih ocen, tudi v času svetovne finančne krize. Najpogostejši razlog navajajo investiranje v naložbo ali odločitev o sodelovanju z novim poslovnim partnerjem. Večina podjetij, ki ne zaupa v ocene, je tudi bolj kritična do bonitetnih agencij in jih deloma ali v celoti krivi za nastalo finančno krizo. Slednje je potrebno jemati z določenim zadržkom, saj njihovo mnenje verjetno temelji ali na slabih izkušnjah ali na podatkih, pridobljenih v medijih. Povezanost med mnenjem o točnosti ocen in mnenjem o povzročitvi finančne krize lahko potrdimo, medtem ko ne

moremo trditi, da nezaupanje v ocene izhaja iz nepoznavanja uporabljene metodologije in zakonodaje, ki ureja trg bonitetnih ocen. Torej mora mnenje izhajati iz njihovih dosedanjih izkušenj.

Bonitetne agencije do nastanka finančne krize niso bile podvržene nobenim regulatornim zahtevam. Trg se je samoreguliral s pomočjo kodeksa IOSCO. Čeprav so agencije zatrjevale, da upoštevajo osnovna načela neodvisnosti, točnosti, pravočasnega spreminjanja ocen, razumljive metodologije in razkritja informacij, je slabost samoregulacije pomanjkanje nadzora nad upoštevanjem načel. Podobno je bilo stanje na slovenskem trgu, kjer ni bilo posameznih omejitev glede bonitetnih agencij. Določene omejitve so bile postavljene z ZBan-1, ki je urejal, kdaj in pod kakšnimi pogoji lahko banke uporabijo zunanje bonitetne ocene.

Kot odgovor na stanje na trgu bonitetnih agencij se je v EU pojavil predlog o Uredbi, ki bi urejeval bonitetne agencije na ravni celotne EU. Glavni cilji Uredbe so zagotoviti večjo neodvisnost, preglednost delovanja bonitetnih agencij in kakovost bonitetnih ocen. Našteto so želeli doseči s postopki registracije bonitetnih agencij, ki bi lahko opravljale ocene, zaostritvami na področju odkrivanja in preprečevanja ter odpravljanja navzkrižij interesov. Ker je Slovenija članica EU, je morala Uredbo prenesti v svojo zakonodajo. Organ, ki naj bi izvajal nadzor, je ATVP, nad katerim pa bdi ESMA.

Uspešnost doseganja zastavljenih ciljev je težko ocenjevati, vendar glede na pojavljanje novih pobud, ti cilji niso bili v celoti doseženi. Največje probleme še vedno vidimo v navzkrižjih interesov ter nerazkritju informacij, ki bi lahko odločilno vplivali na vlagateljevo odločitev. Po našem mnenju bo težko popolnoma doseči zastavljene cilje. To nalogo še dodatno otežuje trenutno stanje na svetovnem finančnem trgu, ki je zelo nestanovitno.

Bonitetne agencije so od nekdanj imele pomemben vpliv na trge. Zaradi težjih pogojev na trgih in zaostrene finančne situacije, bodo le-te imele večji vpliv tudi v prihodnosti. Vprašanje, ki se pojavlja, je ali bodo njihove ocene realne in bodo trgu pomagale ali bodo ocene nerealne in bodo trg ponovno zamajale v novo finančno krizo.

LITERATURA IN VIRI

1. AJPES. (2012). Novosti pri pripisu bonitetnih ocen S.BON AJPES za leto 2012. Najdeno 10. maja 2012 na spletnem naslovu http://www.ajpes.si/doc/Bonitete/S.BON/Novosti_AJPES_SBON_2012.pdf
2. AJPES. (2012a). Letno poročilo Ajpes za leto 2011. Najdeno 10. maja 2012 na spletnem mestu <https://www.ajpes.si/JOLP/podjetje.asp?maticna=1732803000&leto=2011>
3. Altman, E. I., & Rijken, H. A. (2004). How rating agencies achieve rating stability. *Journal of Banking & Finance*, 28(11), 2679–2714.
4. Asian Development Bank. (2000). Najdeno 8. septembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.adb.org/Projects/APEC/Cra/cra.pdf>
5. Australian Securities and Investments Commission. (2008, oktober). Review of credit rating agencies and research houses. *A joint report of the Treasury and the Australian Securities and Investment Commission*. Najdeno 28. novembra 2011 na spletnem naslovu [http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/rep143.pdf/\\$file/rep143.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/rep143.pdf/$file/rep143.pdf)
6. Bai, L. (2010). On Regulating Conflict of Interests in the Credit Rating Industry. *New York University Journal of Legislation and Public Policy*, 13(2), 253–312.
7. Baklanova, V. (2009, 16–18. oktober). Credit Rating Agencies and their Regulation. Residential Weekend 16-18th October 2009. LLM Corporate Finance Law. Najdeno 28. novembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.docstoc.com/docs/33009241/Credit-Rating-Agencies-and-their-Regulation>
8. Becker, B., & Milbourn, T. (2010, 15. september). How did increased competition affect credit ratings? *Working Paper 09–051*. Najdeno 30. novembra 2011 na spletnem naslovu www.hbs.edu/research/pdf/09-051.pdf
9. Bonitetna lestvica. (2012) V *Ajpesu*. Najdeno 10. marca 2012 na spletnem naslovu http://www.ajpes.si/Bonitetne_storitve/S.BON_AJPES/Bonitetna_lestvica
10. Ceresney, A. J., Eng, G., & Nuttall, S. R. (2009). Regulatory Investigations and the Credit Crisis: The Search for Villains. *American Criminal Law Review*. 46(2), 225–273.
11. Commission of the European Communities (2008). Commission staff working document accompanying the Proposal for a regulation of the European Parliament and of the council on credit rating agencies - Impact assessment. Brussels: Commission of the European

- Communities. Najdeno 15. aprila 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm
12. Communication from the Commission on Credit Rating Agencies. (2006). *Official Journal of the European Union* C59. Najdeno 15. aprila 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm
 13. Conte, E., & Parmeggiani, F. (2008). The Regulation of Credit Rating Agency across USA and EU: different systems, same concerns. Najdeno 15. septembra 2011 na spletnem naslovu http://nyu.academia.edu/FedericoParmeggiani/Papers/842723/The_Regulation_of_Credit_Rating_Agency_across_USA_and_EU_different_system_same:concerns
 14. Delegated Regulation (EU) No 272/2012 of 7 February 2012 supplementing Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council with regard to fees charged by the European Securities and Markets Authority to credit rating agencies. (2012). *Official Journal of European Union* 90/6 2012. Najdeno 15. maja na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm
 15. Dittrich, F. (2007). *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*. University of Cologne. Najdeno 18. marca 2011 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=991821
 16. European Commission. (2004). Call to the Committee of European Securities Regulators (CESR) for Technical Advice on possible measures concerning Credit Rating Agencies. Bruselj. Najdeno 15. aprila 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm
 17. European Commission. (2010). Public consultation on credit rating agencies. Najdeno 15. aprila 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm
 18. Fight, A. (2001). *The ratings game*. Chichester: John Wiley & Sons Ltd.
 19. Fitch Ltd. (2002). *Fitch Sovereign Ratings: Rating Methodology*. New York. Najdeno 29. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.fitchratings.com.bo/Upload/methodology.pdf>
 20. Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. (2006, julij). *The Rating Process*. New York. Najdeno 29. maja 2011 na spletnem naslovu http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/articles/rating_process.pdf

21. Froeba, M. (2010, 2. junij). New York, New York before The Financial Crisis Inquiry Commission. Najdeno 29. maja 2011 na spletnem naslovu http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-testimony/2010-0602-Froeba.pdf
22. Gonzales, F., Haas, F., Johannes, R., Persson, M., Toledo, L., & Violi, R., et. al. (2004, junij). Market dynamics associated with credit ratings: A literature review. Najdeno 29. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp16.pdf>
23. Green, P., & Jennings-Mares, J. (2009, 28. april). The EU Rating Agency Regulation. Morrison & Foerster LLP. Najdeno 28. novembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.mofo.com/files/uploads/Images/090428EURatingAgency.pdf>
24. Grum, A. (2010). Metodologija za določanje bonitetnih ocen gospodarskih družb (AJPES S.BON model). Kratek opis metodologije. Najdeno 20. maja 2012 na spletnem naslovu http://www.ajpes.si/doc/Bonitete/S.BON/AJPES_S.BON_opis_metodologije.pdf
25. Hill, C. (2004). Regulating the Rating Agencies. American Law & Economics Association Annual Meetings. Najdeno 4. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://law.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=1000&context=alea>
26. Hunt, J. P. (2009). 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, 109–209.
27. Huskić, E. (2005). *Organizacija bonitetnih služb v slovenskih bankah* (diplomsko delo). Maribor: Ekonomsko poslovna fakulteta.
28. IOSCO. (2004). *IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*. Najdeno 15. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.eesc.europa.eu/self-and-coregulation/documents/codes/private/065-private-act.pdf>
29. Katz, J. G., Munoz, E. S., & Constantinos, S. (2009). Credit Rating Agencies: No Easy Regulatory Solution. The World Bank Group, Financial and Private Sector Development Vice Presidency, Crisis Response Policy Brief 8. Najdeno 15. maja 2011 na spletnem naslovu http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2010/02/17/000333038_20100217023327/Rendered/PDF/530410BRI0Cris10Box345594B01PUBLIC1.pdf
30. Komisija Evropskih skupnosti. (2008). Predlog Uredba Evropskega Parlamenta in sveta o bonitetnih agencijah. Bruselj. Najdeno 15. aprila 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/proposal_sl.pdf

31. Komisija Evropskih skupnosti. (2011). Predlog Uredba Evropskega Parlamenta in sveta o spremembi Uredbe (ES) št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah. Bruselj. Najdeno 15. decembra 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm
32. Košmelj, K. (2007). Uporabna statistika (elektronski vir). Najdeno 15. junija 2012 na spletnem naslovu http://www.bf.uni-lj.si/fileadmin/groups/2721/Uporabna_statistika_okt_2007/Uporabna_statistika_01.pdf
33. Krebsz, M. (2010). Risky Ratings? Reducing Over - Reliance by using the Agencies` analysis sensibly. Edinburgh. Najdeno 15. maja 2011 na spletnem naslovu http://www.sfra.ac.uk/SFRA_Risk_Colloquium_on_CRAs
34. Lampe, S. (2007). Rating od A do Ž. *Bančni vestnik*, 56(6), 39–46.
35. Langohr, H., & Langohr, P. (2009). *The Rating Agencies and Their Credit Ratings: What They Are, How They Work, and Why They are Relevant*. New Jersey: John Wiley & Sons Ltd.
36. Marn, U. (2010, 15. maj). Krivda bonitetnih agencij. *Mladina* (19), str. 21.
37. Ministry of Finance, Government of India. (2009). Report of the Committee on Comprehensive Regulation for Credit Rating Agencies. Capital Markets Division. Najdeno 5. marca 2012 na spletnem naslovu http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/PublicationReport/Pdfs/CCRA030310_R2.pdf
38. Moody`s investors service. (2012). Rating Symbols and Definitions. Moody`s investor service, Inc. Najdeno 15. maja 2011 na spletnem naslovu http://www.moody.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004
39. Mrak, M. (2008, september). Poor Performance of Rating Agencies and Current Financial Crisis. *Bančni vestnik*, 57(11), 30–33.
40. Oblak, K. (2009). *Bonitetne agencije in finančna kriza* (diplomsko delo). Ljubljana: Pravna fakulteta.
41. Partnoy, F. (2009). Overdependence on Credit Ratings Was a Primary Cause of the Crisis. *Eleventh Annual International Banking Conference*. The Federal Reserve Bank of Chicago and the European Central Bank. Najdeno 23. junija 2012 na spletnem naslovu http://www.law.yale.edu/documents/pdf/cbl/Partnoy_Overdependence_Credit.pdf

42. Pibernik, M. (2008). *Rating agencije in sedanja finančna kriza* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
43. Popit, V. B. (2010, 16. avgust). Kako do zdrave konkurence med bonitetnimi agencijami? *Delo št. 188, rubrika Posel&Denar*, str. 30.
44. Regulation (EC) N^o 1060/2009 of the European Parliament and of the Council on credit rating agencies (2009). *Official Journal of the European Union L302*. Najdeno 15. aprila 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm
45. Repovž, M. (2010, 15. maj). Uzde za veliko trojico? Padanje evra: razlog za skrb? Iz *Nedela*. Najdeno 15. aprila na spletnem naslovu <http://www.delo.si/clanek/106482>
46. Richardson, M., & White, L. J. (2009). The rating Agencies. Is Regulation the Answer? V V. V. Acharya, & M. Richardson, *Restoring financial stability: how to repair a failed system* (str. 101–115). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
47. Rousseau, S. (2009). Regulating Credit Rating Agencies after the Financial Crisis: The Long and Winding Road Toward Accountability. Université de Montréal - Faculty of Law. Najdeno 11. oktobra 2011 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1456708
48. Setty, G., & Dodd, R. (2003, april). Credit Rating Agencies: Their Impact on Capital Flows to Developing Countries. Special Policy Report 6. Najdeno 11. oktobra 2011 na spletnem naslovu <http://www.financialpolicy.org/FPFSPR6.pdf>
49. Sklep o priznavanju zunanjih bonitetnih institucij za borznoposredniške družbe. *Ur.l. RS*, št. 106/2007, št. 74/2009.
50. Smajla, E. (2009). *Vloga agencij za ocenjevanje bonitete in finančna kriza* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
51. Smith, R. C., & Walter, I. (2002). Rating Agencies: Is there an agency issue. V R. M. Levich, G. Majnoni, & C. Reinhart, *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System* (str. 289-318). New York: Kluwer Academic Publishers.
52. STA. (2010, 5. september). *Bruselj z še strožji nadzor nad bonitetnimi agencijami*, str. 1.
53. Standard & Poor`s. (2010). *Guide to Credit Rating Essentials. What are credit ratings and how do they work?* Najdeno 11. oktobra 2011 na spletnem naslovu

<https://www.mycreditprofile.standardandpoors.com/mysp/myspservlet?requestName=DownloadHotTopics&blobIdParam=YYYYYXXYYXY>

54. *Standardna klasifikacija dejavnosti (SKD)* (b.l.). Najdeno 15. junija 2012 na spletnem naslovu <http://www.ajpes.si/Registri/Drugo/SKD>
55. Šturman, M. (2004). *Bonitetna informacija kot osnova za odločanje s poudarkom na bonitetnih informacijah Agencije Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve (AJPES)* (specialistično delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
56. Taškar Beloglavec, B., & Taškar Beloglavec, S. (2010). Nujnost sprememb v delovanju bonitetnih agencij. *Bančni vestnik*, 59(4), 34–40.
57. The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. (2003, september). *Report on The Activities of Credit Rating Agencies*. Najdeno 12. oktobra 2011 na spletnem naslovu <http://www.fsa.go.jp/inter/ios/20030930/05.pdf>
58. Tinta, K. (2010). *Regulacija bonitetnih agencij po izbruhu finančne krize 2007-2009* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
59. United States Securities and Exchange Commission. (2008, julij). *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*. United States Securities and Exchange Commission. Najdeno 12. oktobra 2011 na spletnem naslovu <http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf>
60. Uredba o izvajanju Uredbe (ES) o bonitetnih agencijah. *Ur.l. RS*, št. 45/2010.
61. Utzig, S. (2010). *The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective*. ADBI Working Paper 188. Tokyo: Asian Development Bank Institute. Najdeno 31. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.adbi.org/files/2010.01.26.wp188.credit.rating.agencies.european.banking.pdf>
62. V., G. (2012, 29. april). *Evropa bo dobila svojo bonitetno hišo*. München-MMC RTV SLO/STA.
63. White, L. J. (2001). *The credit rating industry: an industrial organization analysis*. New York University, Stern School of Business. Najdeno 10. novembra 2011 na spletnem naslovu <http://archive.nyu.edu/bitstream/2451/26205/2/1-2.pdf>
64. White, L. J. (2010). Markets. *The Credit Rating Agencies*. *Journal of Economic Perspectives*, 24(2), 211–226. Najdeno 10. novembra 2011 na spletnem naslovu <http://economics.kenyon.edu/melick/Econ391/D-Rating%20Agencies/WhiteJEP2010.pdf>

65. Zakon o bančništvu (ZBan-1). *Ur.l.RS*, št. 131/2006, 1/2008, 109/2008, 19/2009, 98/2009, 79/2010, 99/2010-UPB5 (52/2011 popr.), 9/2011-ZPlaSS-B, 35/2011, 59/2011, 85/2011, 48/2012.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

PRILOGA 1: ANKETA O RAZŠIRJENOSTI UPORABE BONITENIH AGENCIJ V SLOVENIJI	1
PRILOGA 2: ANKETA O BONITENIH AGENCIJAH V SLOVENIJI.....	5
PRILOGA 3: OPOMNIK ZA GLOBINSKI INTERVJU	9
PRILOGA 4: ZAPIS INTERVJUJA Z GA. ZLATAREV (AJ PES).....	11
PRILOGA 5: S BON – OPIS BONITETNIH OCEN	115
PRILOGA 6: KUPOVANJE BONITETNIH OCEN PO PANOGAH ANKETIRANIH PODJETIJ V ČASU SVETOVNE FINANČNE KRIZE.....	18
PRILOGA 7: PREDSTAVITEV χ^2 TESTA ZA UGOTAVLJANJE SOODVISNOSTI MED SPREMENLJIVKAMI.....	24
PRILOGA 8: PREDSTAVITEV MOGOČIH REŠITEV ZA DOSEGANJE POSAMEZNIH UČINKOV ZA REŠEVANJE PROBLEMOV POVEZANIH S TRGOM BONITETNIH AGENCIJ.....	25

PRILOGA 1: ANKETA O RAZŠIRJENOSTI UPORABE BONITENIH AGENCIJ V SLOVENIJI

Spoštovani!

Sem absolventka podiplomskega magistrskega študija Ekonomske fakultete v Ljubljani, smer Računovodstvo in revizija. Naslov magistrske naloge je "Analiza novosti v regulatorni ureditvi bonitetnih agencij". Glavni cilji magistrskega dela so predstaviti razloge za uvedbo nove zakonodaje, njene učinke na trg bonitetnih agencij in poskusiti ugotoviti, kako se bo trg bonitetnih agencij razvijal v prihodnje. Eden izmed ciljev je tudi predstaviti bonitetno dejavnost v svetu in Sloveniji. V ta namen bi vas prosila, če si vzamete nekaj minut in s klikom na "Naslednja stran" pričnete z izpolnjevanjem ankete. Vsi odgovori bodo anonimni in bodo uporabljeni le v namen magistrskega dela.

Za vaše sodelovanje se Vam že vnaprej lepo zahvaljujem.

Mojca Rovšek

Prvi sklop vprašanj je namenjen osnovnim podatkom vašega podjetja.

Q1 - Panoga, v kateri delujete:

Q2 - Koliko zaposlenih imate v vašem podjetju?

- 1
- 1
- 2-10
- 11-50
- 51-200
- 201-1000
- Več kot 1000

Q3 - Kakšen je letni prihodek vašega podjetja?

- 1-25.000€
- 25.001€-50.000€
- 50.001€-100.000€
- 100.001€-500.000 €
- 500.001€-1.000.000€
- Več kot 1.000.000€

Q4 - Ali poslušate s tujino?

- Da
- Ne

Zaključili ste s prvim sklopom vprašanj. Drugi sklop vprašanj je namenjen ugotovitvi uporabe bonitetnih ocen.

Q5 - Ali ste že kdaj kupili bonitetno oceno?

- Da
- Ne

Q6 - Kolikokrat na leto v povprečju kupujete bonitetne ocene?

- 0 krat letno
- 1-5 krat letno
- 6-10 krat letno
- 11-20 krat letno
- 21-30 krat letno
- nad 30 krat letno

Q7 - V času svetovne finančne krize kupujemo:

- Manj bonitetnih ocen
- Več bonitetnih ocen
- Enako število bonitetnih ocen kot pred njo
- Jih ne kupujemo

Q8 - Ob kakšnih priložnostih ste se odločili za nakup bonitetne ocene?

- Ko smo razmišljali o sodelovanju z novim kupcem ali dobaviteljem
- Ko smo razmišljali o naložbi v drugo podjetje
- Ko smo želeli pridobiti posojila
- Ko smo sodelovali na javnem razpisu, natečaju

Q9 - Pri katerem ponudniku kupujete ali ste že kupovali bonitetne ocene?

- Ajpes
- Bonitetna hiša i d.o.o.
- Coface Intercredit d.o.o.
- Creditreform d.o.o.
- Standard & Poor`s
- Moody`s
- Fitch Ratings
- Jih ne kupujem
- Drugo (napišite):

Q10 - Ali in zakaj ste se odločili za menjavo bonitetne agencije?

- Ne uporabljam bonitetnih ocen
- Nisem menjal ponudnika bonitetnih storitev
- Zaradi ugodnejših cenovnih pogojev
- Zaradi nezaupanja v pravilnost ocen
- Zaradi nasprotij interesov
- Zaradi nerazumevanja metodologije
- Drugo (napišite):

Q11 - Prosim, ocenite pomembnost vsakega izmed navedenih elementov, ki vplivajo na vašo izbiro ponudnika bonitetnih ocen oziroma bi vplivali na izbiro, če bi se odločali za ponudnika bonitetnih ocen:

	Popolnoma nepomembno	Nepomembno	Pomembno	Zelo pomembno
Cena storitev	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Kakovost storitev	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Dodatne storitve (analize, svetovanje, vrednotenje)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Čas izdelave bonitete	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ugled ponudnika	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Lokacija (bližina) ponudnika	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Q12 - Katere storitve kupujete pri izbranem ponudniku bonitetnih storitev?

- Bonitetne ocene
- Svetovanje
- Analiza panoge
- Vrednotenje
- Računovodske storitve
- Nič od naštetega
- Drugo:

Zaključili ste z drugim sklopom vprašanj. V tretjem sklopu želim izvedeti vaše mnenje o trgu bonitetnih agencij.

Q13 - V kolikšni meri se strinjate, da so bonitetne agencije pripomogle k svetovni finančni krizi:

- Popolnoma se strinjam
- Se strinjam
- Ne strinjam se
- Popolnoma se ne strinjam

Q14 - Kje vidite glavni problem trga bonitetnih agencij?

- V neprimerni zakonodaji, ki bi urejala trg bonitetnih agencij
- V pomanjkanju konkurence
- V nasprotjih interesov
- V neprimerni in nerazumljivi metodologiji
- V prepočasnem odzivu na spremembe razmer
- V pomanjkanju nadzora nad delovanjem agencij
- V odsotnosti odgovornosti agencij za njihove ocene

Q15 - Ali menite, da so ocene bonitetnih agencij točne?

- Da
- Ne

Q16 - Ali ste seznanjeni z zakonodajo, ki ureja bonitetne agencije?

- Da
- Ne
- Področje zakonodaje me ne zanima

Q17 - Ali razumete metodologijo, ki jo uporablja vaš ponudnik bonitetnih storitev pri izdelavi bonitetnih ocen?

- Da, razumem v celoti
- Ne, je ne razumem
- Razumem le v tolikšni meri kot mi povedo oni

PRILOGA 2: ANKETA O BONITENIH AGENCIJAH V SLOVENIJI

Spoštovani!

Sem absolventka podiplomskega magistrskega študija Ekonomske fakultete v Ljubljani, smer računovodstvo in revizija. Naslov magistrske naloge je "Analiza novosti v regulatorni ureditvi bonitetnih agencij". Glavni cilji magistrskega dela so predstaviti razloge za uvedbo nove zakonodaje, njene učinke na trg bonitetnih agencij in poskusiti ugotoviti, kako se bo trg bonitetnih agencij razvijal v prihodnje. Eden izmed ciljev je tudi predstaviti bonitetno dejavnost v svetu in Sloveniji. V ta namen bi vas prosila, če si vzamete nekaj minut in s klikom na "Naslednja stran" pričnete z izpolnjevanjem ankete. Vsi odgovori bodo anonimni in bodo uporabljeni le v namen magistrskega dela.

Za vaše sodelovanje se Vam že vnaprej lepo zahvaljujem.

Mojca Rovšek

Q1 - Ime vašega podjetja: (ni obvezno)

Q2 - Kraj sedeža vašega podjetja:

Q3 - Število zaposlenih v podjetju:

- podjetje nima zaposlenih
- 1-10
- 11-20
- 21-50
- 51-100
- nad 100

Q4 - Koliko znaša vaš celotni letni prihodek?

- 1-25.000€
- 25.001-50.000€
- 50.001-100.000€
- 100.001-500.000€
- 500.001-1.000.000€
- Nad 1.000.000€

Q5 - Koliko odstotkov vaših prihodkov predstavljajo prihodki pridobljeni z bonitetno dejavnostjo?

Q6 - Ali izdelujete bonitetne ocene tudi za podjetja v tujini?

- Da
 Ne

Q7 - Kakšni so roki izdelave bonitetnih poročil?

Q8 - Koliko bonitetnih ocen približno izdate na leto?

Q9 - Katere storitve ponujate?

- Bonitetne storitve
 Računovodske storitve
 Davčne storitve
 Storitve vrednotenja
 Svetovalne storitve
 Drugo:

Q10 - Kateri gospodarski subjekti povečini predstavljajo vaše kupce?

- Podjetja
 Banke
 Države
 Drugo:

Q11 - V čem mislite, da ste boljši od ostalih ponudnikov bonitetnih informacij na trgu?

- V kakovosti bonitetnih informacij
 Smo cenovno ugodnejši
 V točnosti bonitetnih informacij
 V hitrejšem pridobivanju in posredovanju bonitetnih informacij našim naročnikom

Q12 - Povpraševanje po bonitetnih informacijah v času svetovne krize se je:

- Zmanjšalo
 Povečalo
 Ostalo na enaki ravni

Q13 - Kateri poslovni model trenutno uporabljate?

- Model "izdajatelj plača" (angl. issuer pays)
- Model "vlagatelj plača" (angl. investor pays)
- Model "država/regulator plača"
- Drugo (prosimo napišite):

Q14 - Ali ste že kdaj zamenjali poslovni model?

- Da
- Ne

IF (1) Q14 = [1]

Q15 - Zakaj ste se odločili za menjavo poslovnega modela?

Q16 - Na odločitev podjetij za izbiro ponudnikov vplivajo številni dejavniki. Pri vsakem dejavniku prosim označite, ali po vašem mnenju ta dejavnik nosi pomembno težo pri odločitvi pri izbiri ponudnika ali ne.

	Popolnoma nepomembno	Nepomembno	Pomembno	Zelo pomembno
Cena	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Kakovost	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Dodatne storitve (svetovanje, računovodstvo...)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Čas izdelave	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ugled ponudnika	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Lokacija ponudnika	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Q17 - Kje vidite glavne probleme trga bonitetnih agencij?

- V neprimerni zakonodaji
- V navzkrižjih interesov
- V pomanjkanju konkurence
- V neprimerni/nerazumljivi metodologiji
- V nepravočasnem odzivanju na spremembe na trgu
- Drugo:

Q18 - Menite, da je na trgu bonitetnih agencij dovolj konkurence?

- Da, jo je še preveč
- Da, ravno prav jo je
- Ne, bi jo bilo lahko več

Q19 - Ali ste se že kdaj srečali z navzkrižji interesov?

- Da
- Ne

IF (2) Q19 = [1]

Q20 - Kako ste odreagirali in rešili situacijo v kateri je nastalo navzkrižje interesov?

Q21 - V kolikšni meri se strinjate, da so bonitetne agencije pripomogle k svetovni finančni krizi?

- Popolnoma se strinjam
- Se deloma strinjam
- Popolnoma se ne strinjam

Q22 - Ali ste seznanjeni z najnovejšo zakonodajo, ki ureja bonitetne agencije?

- Da
- Ne
- Deloma

Q23 - Kako mislite, da se bo trg bonitetnih agencij razvijal v prihodnje?

- Na trgu bo vedno več bonitetnih agencij, ki bodo ponujale bonitetne informacije
- Na trgu bo prišlo do zmanjšanja povpraševanja po bonitetnih informacijah
- Na trgu bo prišlo do povečanega povpraševanja po bonitetnih informacijah
- Na trgu bo vedno manj bonitetnih agencij, ki bodo ponujale bonitetne informacije
- Na trgu se bodo pojavila tuja podjetja, ki bodo prevzela večinski tržni delež

PRILOGA 3: OPOMNIK ZA GLOBINSKI INTERVJU

Spoštovani!

Sem absolventka podiplomskega magistrskega študija Ekonomske fakultete v Ljubljani, smer računovodstvo in revizija. Naslov magistrske naloge je "Analiza nove regulatorne ureditve bonitetnih agencij". Glavni cilji magistrskega dela so predstaviti razloge za uvedbo nove zakonodaje, njene učinke na trg bonitetnih agencij in poskusiti ugotoviti, kako se bo trg bonitetnih agencij razvijal v prihodnje. Eden izmed ciljev je tudi predstaviti bonitetno dejavnost v Sloveniji. V ta namen bi Vas prosila, če bi lahko z Vami opravila intervju. Okvirna vprašanja so napisana spodaj. Za sodelovanje se Vam že vnaprej lepo zahvaljujem in Vam želim še naprej veliko uspešnih poslovnih dni.

Mojca Rovšek

Okvirna vprašanja:

1. DEL: NA KRATKO O VAŠEM PODJETJU

- Število zaposlenih
- Letni prihodek
- Dejavnosti, ki jih opravljate
- Ali delujete lokalno, regijsko, državno ali globalno?

2. DEL: DEJAVNOST DODELJEVANJA BONITETNIH OCEN

- Koliko bonitetnih ocen izdate na leto?
- Ali se je povpraševanje po bonitetnih ocenah povečalo/zmanjšalo/ostalo na enaki ravni v času svetovne finančne krize? Za koliko odstotkov se je povečalo/zmanjšalo? V čem vidite razloge za slednje?
- Kateri poslovni model uporabljate pri ocenjevanju? Ste model kdaj menjavali? Zakaj? Kje vidite slabosti in prednosti uporabljenega modela?
- Kako izgleda vaša ocenjevalna lestvica? Se jo lahko primerja z lestvicami svetovnih bonitetnih agencij?
- Ali izdelujete bonitetne ocene tudi za tujino? Katere države?
- V kolikšnem času izdate bonitetno oceno?
- V kakšnem rangi se gibljejo cene bonitetnih poročil? Od česa je cena odvisna?
- Kdo so vaši kupci (podjetja – pravne osebe, fizične osebe, ki opravljajo dejavnost, država)?
- Odločitev za izbiro ponudnika je večkrat težka. Kaj menite, kolikšen vpliv na izbiro ponudnika imajo cena, kakovost, ponudba dodatnih dejavnosti, lokacija, ugled?
- Ali ste seznanjeni z zakonodajo, ki ureja bonitetne agencije?

3. DEL: SVETOVNA FINANČNA KRIZA IN BONITETNE AGENCIJE

- V javnosti se vedno bolj širi nezaupanje v bonitetne ocene. Menite, da je to nezaupanje upravičeno?
- Kakšno je vaše mnenje o krivdi bonitetnih agencij za nastanek svetovne finančne krize v letih 2007-2009? Menite, da so bonitetne ocene treh največjih bonitetnih agencij (Moody`s, Standard & Poor`s in Fitch) realne? Če menite da ne, zakaj?
- Kako vidite slovenski trg bonitetnih agencij v času svetovne finančne krize (se je po vašem mnenju povpraševanje po bonitetnih ocenah povečalo, se je povečalo število ponudnikov...)?
- Menite, da je na slovenskem trgu dovolj konkurence? Zakaj? Kaj bi se po vašem mnenju moralo spremeniti na slovenskem trgu, da bi postal bolj konkurenčen na področju bonitetnih agencij?
- Kje vidite največji problem na trgu bonitetnih agencij (neprimerna zakonodaja, navzkrižja interesov, neprimerna in nerazumljiva metodologija, odsotnost odgovornosti bonitetnih agencij za dodeljene ocene, nepravočasno prilagajanje bonitetnih ocen spremembam na trgu)?
- Kako mislite, da se bo slovenski in svetovni trg bonitetnih ocen razvijal v prihodnje?

PRILOGA 4: ZAPIS INTERVJUJA Z GA. ZLATAREV (AJPES)

Ljubljana, 9. 7. 2012, 9.00–11.00

1. DEL: NA KRATKO O VAŠEM PODJETJU

Število zaposlenih:

AJPES je »razdeljen« na tržni in javni del. Bonitetna dejavnost spada pod tržni del. V tržnem delu je zaposlenih trenutno 8 ljudi.

Letni prihodek:

Prihodki iz tržne dejavnosti AJPES, kamor sodi dejavnost bonitetnega ocenjevanja in izvajanje večstranskega pobota medsebojnih obveznosti poslovnih subjektov, so v letu 2011 dosegli milijon štiristotisoč EUR.

Dejavnosti, ki jih opravljate:

V okviru bonitetne dejavnosti AJPES pripravlja bonitetne informacije za poslovne subjekte, ki imajo sedež v Sloveniji ter spletno zbirko podatkov in kazalnikov o poslovnih subjektih. Prav tako je posrednik za bonitetne informacije iz Hrvaške in Makedonije. S temi državami oziroma agencijami, ki so bile tam del bivšega SKD, imajo sklenjene sporazume in lahko dobijo informacije o pravnih osebah. Tega povpraševanja ni veliko.

Ali delujete lokalno, regijsko, državno ali globalno?

AJPES deluje državno.

2. DEL: DEJAVNOST DODELJEVANJA BONITETNIH OCEN

Koliko bonitetnih ocen izdate na leto?

Podatek ni bil naveden.

Ali se je povpraševanje po bonitetnih ocenah povečalo/zmanjšalo/ostalo na enaki ravni v času svetovne finančne krize? Za koliko odstotkov se je povečalo/zmanjšalo? V čem vidite razloge za slednje?

Povpraševanje po bonitetnih informacijah od leta 2009 naprej raste. Tega ne pripisujejo samo krizi. Povečanje povpraševanja vidijo tudi v uvedbi modela S.BON AJPES. Ocene po tem sistemu so primerljive, kvalitetne in so se do sedaj zelo uveljavile. V začetku je bil model razvit samo za ocenjevanje podjetij, vendar so zaradi povpraševanja s strani samostojnih podjetnikov, razvili še ocenjevanje za samostojne podjetnike in zadruga.

Kateri poslovni model uporabljate pri ocenjevanju? Ste model kdaj menjavali? Zakaj? Kje vidite slabosti in prednosti uporabljenega modela?

AJPES je pri razvoju modela S.BON AJPES sodeloval z zunanjim strokovnjakom, dr. Andražem Grumom, in drugimi sodelavci Inštituta za finance d.o.o. Model je razvit v skladu z zahtevami in upošteva stroge standarde glede metodologije in bonitetnih ocen. Na področju metodologije so precej stroga pravila, saj morajo ocene biti objektivne, neodvisne, transparentne, objektivne, morajo biti stalno pregledovane, kontinuirane.

Kako izgleda vaša ocenjevalna lestvica? Se jo lahko primerja z lestvicami svetovnih bonitetnih agencij?

Ocenjevalna lestvica je predstavljena na spletni strani, kjer je podrobneje predstavljen vsak razred posebej. Ker je lestvica javno objavljena, je nisva podrobneje obravnavali.

S pripisom bonitetnih ocen na podlagi letnih poročil za leto 2011 so v maju 2012 pripravili vzporejanje bonitetnih ocen S.BON AJPES za gospodarske družbe z bonitetnimi ocenami treh uveljavljenih mednarodno priznanih bonitetnih agencij, in sicer Moody's, Fitch in Standard & Poor's. S tem omogočajo mednarodno primerljivost bonitetnih ocen po modelu S.BON AJPES.

Ali izdelujete bonitetne ocene tudi za tujino? Katere države?

AJPES ne ocenjuje tujih podjetij, delajo pa poročila v petih jezikih.

V kolikšnem času izdate bonitetno oceno?

Bonitetna informacija z bonitetno oceno se praviloma izdela isti dan, ko pride naročilo. V glavnem naročila prejemajo preko e-naročilnice (čeprav lahko naročijo tudi po pošti ali preko izpostav). Spletna bonitetna informacija eS.BON z bonitetno oceno pa je naročnikom na voljo on-line, prek spletnega portala AJPES.

V kakšnem rangi se gibljejo cene bonitetnih poročil? Od česa je cena odvisna?

Cenik za storitve je javen in je objavljen na spletni strani. Cene se gibljejo od 17 € za najcenejšo (to je ocena BON 2, ki predstavlja informacijo o kratkoročni plačilni sposobnosti in ne predstavlja prave bonitetne informacije. Informacija zajema splošne podatke o pravni osebi, zbrane iz različnih javnih registrov (Poslovni register Slovenije, Register transakcijskih računov)), 70 € za tujino, do 90 € za poglobljeno analizo. Cena je odvisna katere informacije in kako poglobljene informacije naročnik želi.

Med pogovorom o odvisnosti cen, pogovor nanese na tudi na bonitetne ocene, od česa so le-te odvisne.

Posameznemu ocenjevanemu subjektu se dodeli dve oceni: modelsko in trenutno. Modelska ocena je ocena, dana na podlagi zadnjega letnega poročila in napoveduje verjetnost, da bo v 12 mesecih od zadnjega letnega poročila prišlo do enega od dogodkov neplačila (prisilne poravnave, stečaji, likvidacije). Pri tej oceni se poleg letnega poročila tega podjetja upošteva

še dogodke neplačila in bilance celotne populacije podjetij in posameznih sektorjev, kamor podjetje sodi. Prav tako se upošteva ali je podjetja že dlje časa na trgu ali je ustanovljeno na novo ...

Trenutno oceno pa predstavlja oceno na dan prejetega naročila ali ko nekdo spletno pogleda oceno. V tej oceni so upoštevani vsi dogodki, ki so se zgodili po dodeljeni modelski oceni. Upošteva se kratkoročno plačilno sposobnost, morebitne dogodke neplačil, stanja v odvisnih družbah. Točnost ocen je zagotovljena s stalnim spremljanjem in prilagajanjem ocen. V ta namen se enkrat tedensko vključujejo vsa revidirana letna poročila, ki so bila oddana in vnesena pretekli teden. Na samo oceno lahko vpliva tudi mnenje revizorja, zato se ocene lahko spremenijo. Jeseni, ko so oddana vsa revidirana letna poročila, pa se ponovno naredi modelsko oceno. Namen je ugotovitev ali so ti podatki bistveno vplivali na podatke v modelu.

Kdo so vaši kupci (podjetja – pravne osebe, fizične osebe, ki opravljajo dejavnost, država)?

Kupce predstavljajo predvsem pravne osebe in samostojni podjetniki, ki opravljajo dejavnost. Redkeje se med kupci pojavijo tudi fizične osebe. Veliko kupcev je takšnih, ki potrebujejo bonitetne informacije za namene javnih razpisov, saj naj bi se zaupalo v dodeljene bonitetne ocene.

Odločitev za izbiro ponudnika je večkrat težka. Kaj menite, kolikšen vpliv na izbiro ponudnika imajo cena, kakovost, ponudba dodatnih dejavnosti, lokacija, ugled?

Največji kratkoročni vpliv na izbiro ponudnika imajo tržne akcije, medtem ko kvaliteta pride do izraza kasneje. Na trgu obstaja agresiven pristop k trženju bonitetnih informacij. AJPES je z vidika trženja svojih storitve v slabšem položaju v primerjavi z drugimi ponudniki, saj imajo omejena sredstva in omejeno število zaposlenih, Ker se bonitetna dejavnost izvaja v okviru tržne funkcije, se lahko financirajo iz sredstev/prihodkov, ki so jih ustvarili. Tako jih naročniki lahko zasledijo na njihovi spletni strani, v pisnih medijih (Delo, Kapital, Obrtnik, Podjetniški kapital). Pogosteje sodelujejo na raznih konferencah (konferenca o javnih naročnikih v Portorožu), sejnih (Kapital, Obrtni sejem v Celju, imajo razna predavanja), sodelujejo s časnikom Finance, organizirajo dan odprtih vrat po izpostavah ...

Ali ste seznanjeni z zakonodajo, ki ureja bonitetne agencije?

Z zakonodajo, ki ureja bonitetne agencije so dobro seznanjeni in jo redno spremljajo, saj upajo, da se bodo lahko v prihodnosti registrirali v skladu z Uredbo.

3. DEL: SVETOVNA FINANČNA KRIZA IN BONITETNE AGENCIJE

Tretji del intervjuja se je razvil v debato o bonitetnih agencijah, zato odgovori niso bili podani točno po vprašanjih. Zaradi tega smo vprašanja, na katera se odgovori nanašajo, pri zapisu združili.

V javnosti se vedno bolj širi nezaupanje v bonitetne ocene. Menite, da je to nezaupanje upravičeno? Kakšno je vaše mnenje o krivdi bonitetnih agencij za nastanek svetovne finančne krize v letih 2007-2009? Menite, da so bonitetne ocene treh največjih bonitetnih agencij (Moody`s, Standard & Poor`s in Fitch) realne? Če menite da ne, zakaj?

Za Slovenijo so Moody`s, Fitch in Standard & Poor`s delali zelo malo pooblaščenih ocen. Ocenjevanje držav in bank na AJPES-u ne delajo. Pojavlja se vprašanje koliko so njihove ocene bile verodostojne, tako ocene za banke kot za podjetja. Dodatni problem predstavlja tudi točnost podatkov v računovodskih izkazih. Po njenem mnenju, se bo trg moral očistiti.

Kako vidite slovenski trg bonitetnih agencij v času svetovne finančne krize (se je po vašem mnenju povpraševanje po bonitetnih ocenah povečalo, se je povečalo število ponudnikov...)? Menite, da je na slovenskem trgu dovolj konkurence? Zakaj? Kaj bi se po vašem mnenju moralo spremeniti na slovenskem trgu, da bi postal bolj konkurenčen na področju bonitetnih agencij? Kje vidite največji problem na trgu bonitetnih agencij (neprimerna zakonodaja, navzkrižja interesov, neprimerna in nerazumljiva metodologija, odsotnost odgovornosti bonitetnih agencij za dodeljene ocene, nepravočasno prilagajanje bonitetnih ocen spremembam na trgu)?

Ponudnikov bonitetnih informacij na slovenskem trgu je kar nekaj. Na slovenskem trgu in pri slovenskih ponudnikih bonitetnih agencij primanjkuje občutek odgovornosti za izdane ocene. Povpraševanje po ocenah se je povečalo, pri AJPES-u ne le zaradi svetovne finančne krize, temveč tudi zaradi novega modela ocenjevanja. Zakonodaja je s to Uredbo primerna, saj daje natančne okvire o delovanju bonitetnih agencij.

Kako mislite, da se bo slovenski in svetovni trg bonitetnih ocen razvijal v prihodnje?

Trg bonitetnih ocen bo potrebno vsekakor urediti tudi v prihodnosti. Informacije, ki se bodo izkazale za netočne, bodo vplivale na kupce, saj za netočne informacije ne bodo več pripravljani plačevati. Samo stanje na trgu bonitetnih agencij bo v veliki meri odvisno od trenutnih tržnih razmer. V primeru, da bo kriza trajala dlje časa, bo kupec vedno bolj premišljeno deloval in premišljeno izbral ponudnika ocen. Pojavil se bo/je trend hitrih informacij, potreba po hitrih, točnih in ažurnih informacijah. V ta namen bo potrebno še naprej razvijati načine, s katerimi bi lahko zagotavljali ažurne, hitre informacije kupcem.

PRILOGA 5: S BON – OPIS BONITETNIH OCEN

SB1

Najvišjo bonitetno oceno na bonitetni lestvici predstavlja ocena SB1. Podjetje, ki jo dobi, ima najvišjo zmožnost poravnavanja svojih obveznosti. Bonitetna ocena je določena glede na njegov finančno-premoženjski položaj in njegovo kreditno sposobnost. Pri podjetju, kateremu je dodeljena ocena SB1 so vrednosti kazalnikov, ki odražajo dejavnike tveganja za nastop dogodka neplačila takšne, da je modelsko ocenjena verjetnost nastopa dogodka neplačila najnižja (Bonitetna lestvica, 2012).

SB2

Zmožnost podjetja z oceno SB2 za poravnavanje svojih obveznosti je zelo visoka. Podjetje z bonitetno oceno SB2 se od podjetja z bonitetno oceno SB1 z vidika kreditne sposobnosti razlikuje le v manjši meri. Vrednosti kazalnikov, ki odražajo dejavnike tveganja so takšne, da je modelsko ocenjena verjetnost nastopa dogodka neplačila zelo nizka a višja kot v prvem bonitetnem razredu (Bonitetna lestvica, 2012).

SB3

Zmožnost podjetja, katerega so ocenili z oceno SB3, za poravnavanje svojih obveznosti je visoka. Podjetje s to bonitetno oceno ima takšne vrednosti kazalnikov, ki odražajo dejavnike tveganja, da je modelsko ocenjena verjetnost nastopa dogodka neplačila nizka a višja kot v drugem bonitetnem razredu. To podjetje je bolj občutljivo na neugodne spremembe v poslovnem okolju (Bonitetna lestvica, 2012).

SB4

Zmožnost podjetja z bonitetno oceno SB4 za poravnavanje svojih obveznosti je še vedno visoka, a nižja kot v tretjem bonitetnem razredu. Tu podjetje dosega takšne vrednosti kazalnikov, ki odražajo dejavnike tveganja za nastop dogodka neplačila, da je modelsko ocenjena verjetnost nastopa dogodka neplačila še vedno nizka. Ne glede na to, je verjetnost nastopa dogodka neplačila pri podjetjih z bonitetno oceno SB4 v povprečju višja kot pri podjetjih, ki so ocenjena z bonitetno oceno SB3 (Bonitetna lestvica, 2012).

SB5

Zmožnost podjetja z oceno SB5 za poravnavanje svojih obveznosti je nadpovprečna, a nižja kot v četrtem bonitetnem razredu. Vsaka zaostritev razmer v poslovnem okolju ali nastop drugih nepredvidljivih dogodkov lahko pripelje podjetje v položaj, ko ne bo sposobno poravnati svojih obveznosti. Takšno podjetje dosega takšne vrednosti kazalnikov, ki odražajo dejavnike tveganja za nastop dogodka neplačila, da je modelsko ocenjena verjetnost nastopa dogodka neplačila nižja kot v povprečju za vsa slovenska podjetja (Bonitetna lestvica, 2012).

SB6

Zmožnost podjetja ocenjenega z oceno SB6 za poravnavanje svojih obveznosti je še vedno nadpovprečna, a je zaradi eksponentnega naraščanja verjetnosti neplačila po bonitetnih razredih približno 60 % vseh slovenskih podjetij pripisana višja bonitetna ocena. V normalnih tržnih razmerah je podjetja še vedno sposobno poravnati svoje obveznosti, a je močno občutljivo na razmere v poslovnem okolju. Poslabšanje splošnega makroekonomskega okolja ali razmer v panogi lahko pripelje podjetje v položaj, ko ne bo več sposobno poravnati svojih obveznosti. Podjetja z bonitetno oceno SB6 dosegajo takšne vrednosti kazalnikov, ki odražajo dejavnike tveganja za nastop dogodka neplačila, da je modelsko ocenjena verjetnost nastopa dogodka neplačila še vedno nižja kot v povprečju za vsa slovenska podjetja, a zaradi eksponentnega naraščanja pomembno višja kot v petem bonitetnem razredu (Bonitetna lestvica, 2012).

SB7

Zmožnost podjetja z oceno SB7 za poravnavanje svojih obveznosti je povprečna, a je zaradi eksponentnega naraščanja verjetnosti neplačila po bonitetnih razredih približno 75% vseh slovenskih podjetij pripisana višja bonitetna ocena. Takšno podjetje dosega takšne vrednosti kazalnikov, ki odražajo dejavnike tveganja za nastop dogodka neplačila, da modelsko ocenjena verjetnost nastopa dogodka neplačila ne odstopa bistveno od povprečja za vsa slovenska podjetja. Na uspešnost poslovanja in sposobnost poravnavanja obveznosti močno vplivajo razmere v makroekonomskem okolju in panogi, podjetje pa lahko hitro zaide v težave (Bonitetna lestvica, 2012).

SB8

Zmožnost podjetja, ki je ocenjeno z oceno SB8, za poravnavanje svojih obveznosti je nizka in zato v veliki meri pogojena z razmerami v poslovnem okolju. V primeru zaostritev razmer to zelo verjetno vodi v nastop dogodka neplačila. Podjetje z bonitetno oceno SB8 dosega vrednosti kazalnikov, ki odražajo dejavnike tveganja za nastop dogodka neplačila, da je modelsko ocenjena verjetnost nastopa dogodka neplačila visoka in zaradi eksponentnega naraščanja pomembno višja kot v sedmem bonitetnem razredu (Bonitetna lestvica, 2012).

SB9

Zmožnost podjetja, ocenjenega z oceno SB9, za poravnavanje svojih obveznosti je zelo nizka. Podjetje s to oceno dosega takšne vrednosti kazalnikov, ki odražajo dejavnike tveganja za nastop dogodka neplačila, da je modelsko ocenjena verjetnost nastopa dogodka neplačila zelo visoka in zaradi eksponentnega naraščanja pomembno višja kot v osmem bonitetnem razredu. Ob normalnih razmerah v poslovnem okolju je podjetje s to bonitetno oceno komaj sposobno poravnati svoje obveznosti (Bonitetna lestvica, 2012).

SB10

Zmožnost podjetja, ki so ocenjena z oceno SB10, za poravnavanje svojih obveznosti je najnižja med vsemi slovenskimi podjetji. Takšna podjetja dosegajo takšne vrednosti kazalnikov, ki odražajo dejavnike tveganja za nastop dogodka neplačila, da je modelsko ocenjena verjetnost nastopa dogodka neplačila najvišja in zaradi eksponentnega naraščanja bistveno višja kot v devetem bonitetnem razredu. Pri podjetjih, ki imajo bonitetno oceno SB10, obstaja med vsemi slovenskimi podjetji največja verjetnost, da v prihodnjem 12 mesečnem obdobju po datumu računovodskih izkazov postanejo insolventna (Bonitetna lestvica, 2012).

SB10d

Najslabša ocena, SB10d, je pripisana podjetju, pri katerem je dejansko prišlo do nastopa dogodka neplačila, in sicer stečaja, likvidacije ali prisilne poravnave (Bonitetna lestvica, 2012).

PRILOGA 6: KUPOVANJE BONITETNIH OCEN PO PANOGAH ANKETIRANIH PODJETIJ V ČASU SVETOVNE FINANČNE KRIZE

Tabela 1: Kupovanje bonitetnih ocen po panogah anketiranih podjetij v času svetovne finančne krize

		V času svetovne finančne krize kupujemo				Skupaj	Kolikokrat na leto v povprečju kupujete bonitetne ocene?						Skupaj
		Manj bonitetnih ocen	Več bonitetnih ocen	Enako število bonitetnih ocen kot pred njo	Jih ne kupujemo		0 krat letno	1-5 krat letno	6-10 krat letno	11-20 krat letno	21-30 krat letno	nad 30 krat letno	
Panoga, v kateri delujete	Poslovno svetovanje	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1
	Bančništvo	1	0	0	1	1	1	1	0	0	0	0	1
	Računalniško programiranje	0	0	1	1	1	1	1	0	0	0	0	1
	Programiranje	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1
	Proizvodnja drugih električnih naprav	0	0	0	2	2	2	0	0	0	0	0	2
	Avtomehaništvo	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1
	Posredovanje medijskega prostora	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1
	Trgovina	0	0	1	1	2	1	1	0	0	0	0	2
	Zbiranje in odvoz nenevarnih odpadkov	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1
	Zdravstvo	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1

»se nadaljuje«

»nadaljevanje«

		V času svetovne finančne krize kupujemo:					Kolikokrat na leto v povprečju kupujete bonitetne ocene?						
		Manj bonitetnih ocen	Več bonitetnih ocen	Enako število bonitetnih ocen kot pred njo	Jih ne kupujemo	Skupaj	0 krat letno	1-5 krat letno	6-10 krat letno	11-20 krat letno	21-30 krat letno	nad 30 krat letno	Skupaj
Panoga v kateri delujete	Izterjave,...	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1
	Čistilnica	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1
	Vrtnarstvo	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1
	Prehrambena industrija	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1
	Računovodstvo	0	0	3	1	4	1	2	1	0	0	0	4
	Mizarstvo	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1
	Oglaševanje	0	0	1	1	2	1	1	0	0	0	0	2
	Kadrovsko svetovanje	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1
	Upravljanje z nepremičninami	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1

»se nadaljuje«

»nadaljevanje«

		V času svetovne finančne krize kupujemo				Kolikokrat na leto v povprečju kupujete bonitetne ocene?							Skupaj
		Manj bonitetnih ocen	Več bonitetnih ocen	Enako število bonitetnih ocen kot pred njo	Jih ne kupujemo	Skupaj	0 krat letno	1-5 krat letno	6-10 krat letno	11-20 krat letno	21-30 krat letno	nad 30 krat letno	
Panoga v kateri delujete	Trženjsko raziskovanje	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1
	Svetovanje	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1
	Proizvodnja kovinske procesne opreme	0	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0	1
	Računovodske storitve ter davčno svetovanje	0	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0	1
	Turizem	0	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0	1
	Finance	0	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0	1
	Turizem, medicina, varstvo starejših	0	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0	1
	Trgovina z nadomestnimi deli in opremo, transport, logistika	0	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0	1
	Kovinska	0	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0	1
	Elektrotehnika	0	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0	1

»se nadaljuje«

»nadaljevanje«

		V času svetovne finančne krize kupujemo				Kolikokrat na leto v povprečju kupujete bonitetne ocene?							Skupaj
		Manj bonitetnih ocen	Več bonitetnih ocen	Enako število bonitetnih ocen kot pred njo	Jih ne kupujemo	Skupaj	0 krat letno	1-5 krat letno	6-10 krat letno	11-20 krat letno	21-30 krat letno	nad 30 krat letno	
Panoga v kateri delujete	Predelovalna industrija	0	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0	1
	Predelovalne dejavnosti	0	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0	1
	Organiziranje prevozov	0	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0	1
	Inženiring	0	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0	1
	Založništvo	0	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0	1
	Proizvodnja pohištva	0	0	1	0	1	0	1	0	0	0	0	1
	Telekomunikacije	0	0	1	0	1	0	1	0	0	0	0	1
	Proizvodnja kovinskih konstrukcij in njihovih delov	0	0	2	0	2	0	2	0	0	0	0	2
	elektrogospodarstvo	0	0	1	0	1	0	1	0	0	0	0	1
	Birotehnična in informatika	0	0	1	0	1	0	1	0	0	0	0	1
	Javni sektor	0	0	1	0	1	0	1	0	0	0	0	1
Farmaceutvska industrija	0	0	1	0	1	0	1	0	0	0	0	1	

»se nadaljuje«

»nadaljevanje«

		V času svetovne finančne krize kupujemo				Kolikokrat na leto v povprečju kupujete bonitetne ocene?							Skupaj
		Manj bonitetnih ocen	Več bonitetnih ocen	Enako število bonitetnih ocen kot pred njo	Jih ne kupujemo	Skupaj	0 krat letno	1-5 krat letno	6-10 krat letno	11-20 krat letno	21-30 krat letno	nad 30 krat letno	
Panoga v kateri delujete	Itk	0	0	1	0	1	0	1	0	0	0	0	1
	Proizvodnja pohištva	0	0	1	0	1	0	1	0	0	0	0	1
	Nepremičnine	0	0	1	0	1	0	1	0	0	0	0	1
	Računalništvo	0	0	1	0	1	0	1	0	0	0	0	1
	Gradbeništvo	0	0	1	0	1	0	1	0	0	0	0	1
	Proizvodnja in distribucija pare in tople vode	0	0	1	0	1	0	1	0	0	0	0	1
	Gozdarstvo	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0	1	1
	Proizvodnja kemičnih izdelkov	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0	1	1
	Proizvodnja električne energije	0	0	1	0	1	0	0	1	0	0	0	1
	Računalništvo, programerstvo	0	0	1	0	1	0	0	1	0	0	0	1
	Neprofitna-društvena	0	0	1	0	1	0	0	1	0	0	0	1
Oglaševanje, televizija	0	0	1	0	1	0	0	1	0	0	0	1	

»se nadaljuje«

»nadaljevanje«

		V času svetovne finančne krize kupujemo				Kolikokrat na leto v povprečju kupujete bonitetne ocene?							Skupaj
		Manj bonitetnih ocen	Več bonitetnih ocen	Enako število bonitetnih ocen kot pred njo	Jih ne kupujemo	Skupaj	0 krat letno	1-5 krat letno	6-10 krat letno	11-20 krat letno	21-30 krat letno	nad 30 krat letno	
Panoga v kateri delujete	Računovodstvo, davčno svetovanje	0	0	2	0	2	0	1	1	0	0	0	2
	Informacijske tehnologije, voip telefonija	1	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0	1
	Varovanje in investicijska gradnja	1	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0	1
	Elektroenergetika	1	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0	1
	Trgovina z oblačili	1	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0	1
	Urejanje zgradb	1	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0	1
	Skupaj	6	13	26	22	67	22	32	8	3	0	2	67
	Skupaj (v %)	9	19	39	33	100	33	48	12	4	0	3	100

PRILOGA 7: PREDSTAVITEV χ^2 TESTA ZA UGOTAVLJANJE SOODVISNOSTI MED SPREMENLJIVKAMI

Tabela 2: χ^2 test za povezavo med zaupanjem v ocene in mnenjem o povzročitvi finančne krize s strani bonitetnih agencij

	Vrednost	Prostorska stopnja (df)	Značilnost (2-stranska)
χ^2	11,720	1	0,001
Verjetnostno razmerje	11,436	1	0,001
Test linearne povezave	11,545	1	0,001
N od veljavnih primerov	67		

0 (0,0 %) celic imajo pričakovano število manjše od 5. Najmanjše pričakovano število je 6,90.

Tabela 3: χ^2 test za povezavo med zaupanjem v ocene in poznavanjem uporabljene metodologije

	Vrednost	Prostorska stopnja (df)	Značilnost (2-stranska)
χ^2	1,207	2	0,547
Verjetnostno razmerje	1,142	2	0,565
Test linearne povezave	0,191	1	0,662
N od veljavnih primerov	67		

2 celici imata pričakovano število manjše od 5. Najmanjše pričakovano število je 1,88.

Tabela 4: χ^2 test za povezavo med zaupanjem v ocene in poznavanjem zakonodaje, ki ureja področje bonitetnih agencij

	Vrednost	Prostorska stopnja (df)	Značilnost (2-stranska)
χ^2	0,655	2	0,721
Verjetnostno razmerje	0,666	2	0,717
Test linearne povezave	0,643	1	0,423
N od veljavnih primerov	67		

3 celice imajo pričakovano število manjše od 5. Najmanjše pričakovano število je 1,57.

PRILOGA 8: PREDSTAVITEV MOGOČIH REŠITEV ZA DOSEGANJE POSAMEZNIH UČINKOV ZA REŠEVANJE PROBLEMOV POVEZANIH S TRGOM BONITETNIH AGENCIJ

Tabela 5: Rešitve za doseganje posameznih učinkov za reševanje problemov na trgu bonitetnih agencij

	Uspešnost	Točnost	Konvergentnost	Fleksibilnost
OMEJITVE ZA BONITETNE AGENCIJE ZA IZOGIB NAVZKRIŽIJ INTERESOV				
Identifikacija navzkrižij interesov	–	–	+	+
Konkretne omejitve	+	+	++	–
Visoke notranje omejitve	++	++	+	–
ODPRAVA NAVZKRIŽIJ INTERESOV PRI ZAGOTAVLJANJU SVETOVALNIH STORITEV				
Obveza za ločeno poslovanje	+	+	–	+
Ločitev z dodatnimi opozorili	+	+	+	+
Omejena prepoved	+	+	+	–
Popolna prepoved	++	++	++	–
BONITETNE AGENCIJE MORAJO ZAGOTOVITI, DA DIALOG MED ANALITIKI IN OCENJEVANIM SUBJEKTOM OSTANE NEPRISTRANSKI IN OBJEKTIVEN				
Jasno definirana vloga	–	–	–	+
Preglednost	++	++	++	+
»Record-keeping«	++	++	++	+
Dodatna varovala	++	++	++	+
IZOGIBANJE NEGATIVNIM POSLEDIC NAVZKRIŽIJ INTERESOV V ZVEZI S PREJEMKI, OBETI IN DRUGIMI EKONOMSKIMI SPODBUDAMI OSEB, VKLJUČENIH V OCENJEVALNI PROCES				
Struktura linije poročanja	+	+	--	+
Dodatne organizacijske zahteve	++	++	+	+
Povečani del fiksnega dela managerskih plač	++	++	++	+
ODPRAVA PRAKSE »NAKUPOVANJE OCEN«				
Razkritja trgu	+	+	++	–
Razkritje podatkov izdajateljev	+	–	–	+
Izdajatelji bi se morali izogibati praksi nakupovanje ocen	++	–	+	++
ZAGOTOVITEV NEODVISNOSTI ANALITIKOV TUDI, KO SE ANALITIK PRIDRUŽI OCENJEVANEMU SUBJEKTU				
Obdobje za razmislek	++	++	+	+
Revizija preteklih delovanj	++	++	++	++
PRIMERNA METODOLOGIJA, POSODOBLJENE METODE ZA OCENJEVANJE FINANČNEGA INSTRUMENTA ALI OCENJEVALNEGA SUBJEKTA				
Revizija ob spremembi bistvenih elementov	+	++	++	++
Funkcija pregleda, revizije	+	+	+	+
Ovrednotenje modelov s strani javnih organov	–	+	–	–

»se nadaljuje«

»nadaljevanje«

	Uspešnost	Točnost	Konvergentnost	Fleksibilnost
NADZOR OBSTOJEČIH OCEN				
Ločenje timov	++	++	+	-
Sprotno posodabljanje ocen	++	++	+	+
Določeni roki trajanja ocen	-	++	--	--
DOSLEDNA UPORABA SPREMENB METODOLOGIJ				
Obligacija razkritij	+	+	-	++
»Re-rate regulary«	+	+	+	+
»Promptly re-rate«	++	++	++	+
UPORABA ZANESLJIVIH INFORMACIJ ZA IZDAJO OCEN				
Splošna obveznost zagotavljanja kvalitete informacij	-	-	++	++
Skrbni pregled	++	++	++	--
Zagotovila o kakovosti	++	++	++	+
Vzdrževanje izdaj ocen, ki nimajo zanesljivih informacij	++	++	++	-
Opozoritev, če informacije niso dovolj zanesljive	+	+	+	+
ZAGOTOVITEV ZADOSTNEGA OSEBJA V BONITETNEM PROCESU				
Splošna obvezna zaposlitev zaposlenih s primerno izobrazbo	-	-	+	++
Zahtevana preglednost	++	++	++	++
Formalne kvalifikacije za analitike	+	++	+	-
UPOŠTEVANJE MAKROEKONOMSKIH PRIČAKOVANJ IN RAZVOJA TRGA PRI OCENJEVANJU				
Dodatne informacije o izgubah in denarju	+	+	+	-
Dodatne informacije o karakteristikah tveganj, predpostavkah modelov	++	++	++	-
Ocenitev modelov in predpostavk s strani javnih organov	--	+	+	--
PREGLEDNOST AGENCIJE V ZVEZI Z DELOVANJEM NOTRANJNH PROCESOV IN POSTOPKI				
Splošna transparentnost	+	+	+	++
Redna poročila	++	++	+	-
USTREZNI IN ZADOSTNI PODATKI, KI SO VKLJUČENI V OCENE, ZA TOČNEJŠE OCENE VERJETNOSTI NEPLAČILA				
Obveznost obveščanja vlagateljev	+	+	++	+
Vlagateljeva izobrazba	+	+	++	+
Dodatne tehnične informacije	++	++	+	+
IZOGIBANJE NERAZUMEVANJU VLAGATELJEV ZARADI UPORABE ENAKIH SIMBOLOV ZA OCENJEVANJE VSEH INSTRUMENTOV				
Diferenciacija simbolov	++	++	++	-
Ista lestvica z dodanimi pojasnili	++	++	++	+
Poučitev vlagateljev	-	+	-	++

»se nadaljuje«

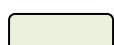
»nadaljevanje«

	Uspešnost	Točnost	Konvergentnost	Fleksibilnost/ Učinkovitost
OBJAVA PODATKOV O DELOVANJU AGENCIJE V STANDARDIZIRANI OBLIKI, KI OMOGOČA PRIMERJAVO NA RAVNI PANOGE				
Samoiniciative	–	–	–	+ +
Obligacija objave posameznih podatkov	–	–	–	+
Razkritje o uspešnosti informacij	+ +	+ +	+ +	–

LEGENDA:



Analiza opcij, ki se nanašajo na transparentnost bonitetnih agencij



Analiza opcij, ki se nanašajo na preprečevanje in ugotavljanje navzkrižij interesov



Analiza opcij, ki se nanašajo na izboljšanje kvalitete metodologije in ocen

+ Pozitivni učinek predlagane rešitve (+ pozitiven učinek ... + + + zelo pozitiven učinek)

– Negativen učinek predlagane rešitve (– negativen učinek ... – – – zelo negativen učinek)

Vir: Commission of the European Communities, Commission staff working document accompanying the Proposal for a regulation of the European Parliament and of the council on credit rating agencies - Impact Assessment, 2008, str. 35-43.

