

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

PROBLEMI PRI RAČUNOVODSKI OBRAVNAVI SODOBNIH
FINANČNIH INOVACIJ

Ljubljana, marec 2009

MARKO ČERNIGOJ

IZJAVA

Študent Marko Černigoj izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom prof. dr. Slavke Kavčič, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 9. 3. 2009

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 FINANČNE INOVACIJE	2
1.1 KATEGORIJE FINANČNIH INOVACIJ	3
1.2 ZADNJI TRENDI NA PODROČJU SODOBNIH FINANČNIH INOVACIJ IN VLOGA RAČUNOVODSKIH PRAVIL	3
2 LISTINJENJE KOT OBLIKA FINANČNE INOVACIJE	6
2.1 DEFINICIJA LISTINJENJA	6
2.2 PREDNOSTI LISTINJENJA	6
2.3 NAJPOGOSTEJŠA SREDSTVA LISTINJENJA	7
2.4 POTEK LISTINJENJA	8
2.4.1 PRVA STOPNJA LISTINJENJA	8
2.4.2 DRUGA STOPNJA LISTINJENJA IN OBLIKOVANJE TRANŠ	10
2.5 RAČUNOVODSKI PROBLEMI LISTINJENJA	13
2.5.1 ALI JE RAČUNOVODSKA METODA PRODAJE SREDSTEV PRAVŠNJA ...	13
2.5.2 ALI JE PRIHODEK OD PRODAJE SREDSTEV PRAVŠNJI	15
2.5.3 SO PRIHODKI OD PRODAJE »MANIPULIRANI«	15
2.5.4 RAČUNOVODSKO POROČANJE IN RAZKRITJA	16
2.5.5 EMPIRIČNE RAZISKAVE	17
2.6 KVALIFICIRANE DRUŽBE S POSEBNIM NAMENOM	17
2.7 DRUŽBE SPREMENLJIVIH INTERESOV	18
2.7.1 RAČUNOVODSKO POROČANJE	20
2.7.2 PROBLEMI, KI JIH POVZROČAJO DRUŽBE SPREMENLJIVIH INTERESOV	20
2.7.3 PRIMERA IZ PRAKSE (JP MORGAN CHASE, CITIGROUP)	21
2.7.4 TRENUTNI TRENDI GLEDE VIE-JEV	22
3 DRUGE OBLIKE FINANČNIH INOVACIJ	22
3.1 KREDITNI DERIVATIVI KOT FINANČNE INOVACIJE	22
3.2 KREDITNA ZAMENJAVA	23
3.3 STRUKTURIRANI IN HIBRIDNI FINANČNI INSTRUMENTI	26
3.4 RAČUNOVODSKI PROBLEMI OBRAVNAVANIH FINANČNIH INOVACIJ	27
3.4.1 PROBLEMI PRI RAČUNOVODSKI OBRAVNAVI KREDITNE ZAMENJAVE	27
3.4.2 RAČUNOVODSKI PROBLEMI STRUKTURIRANIH INSTRUMENTOV	31
3.4.3 RAČUNOVODSKI PROBLEMI HIBRIDNIH (FINANČNIH) INSTRUMENTOV	32
3.4.4 TRENUTNI TRENDI GLEDE PROBLEMOV, POVEZANIH S	32
STRUKTURIRANIMI IN HIBRIDNIMI FINANČNIMI INSTRUMENTI	32
4 RAČUNOVODSKI PROBLEMI PRI VREDNOTENJU OBRAVNAVANIH FINANČNIH INOVACIJ	33
4.1 VREDNOTENJE INSTRUMENTOV PO POŠTENI VREDNOSTI	34
4.1.1 DEFINICIJA POŠTENE VREDNOSTI	34
4.1.2 HIERARHIJA VREDNOTENJA PO POŠTENI VREDNOSTI	34

4.2	PROBLEMI S SOLVENTNOSTJO IN LIKVIDNOSTJO FINANČNIH INSTITUCIJ	34
4.3	Z VREDNOTENJEM PO POŠTENI VREDNOSTI POVEZANI PROBLEMI PRI RAČUNOVODSTVU VAROVANJA PRED TVEGANJI	36
4.4	OSTALI ARGUMENTI PROTI VREDNOTENJU PO POŠTENI VREDNOSTI	37
4.5	PROBLEM VREDNOTENJA Z UPORABO MATEMATIČNIH MODELOV	37
	SKLEP	38
	LITERATURA IN VIRI	39
	PRILOGE	1

KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Nominalna vrednost sklenjenih obrestnih izvedenih finančnih instrumentov na zadnji dan polletja v določenem letu v milijardah ameriških dolarjev</i>	4
<i>Slika 2: Bilančni vidik enostavnega primera listinjenja</i>	9
<i>Slika 3: Tokovi pri procesu listinjenja prve stopnje in po tem</i>	10
<i>Slika 4: Tokovi pri procesu listinjenja druge stopnje in po tem</i>	11
<i>Slika 5: Računovodstvo listinjenja z vidika »tveganj in nagrad«</i>	14
<i>Slika 6: Vrednost MSR-jev glede na višino obrestne mere</i>	16
<i>Slika 7: Vrednost izdanih pogodb CDS na zadnji dan polletja v določenem letu v milijardah ameriških dolarjev</i>	23
<i>Slika 8: Kreditna zamenjava</i>	24
<i>Slika 9: Primer strukturirane blagovne transakcije s predplačilom</i>	27
<i>Slika 10: Razkritja zunajbilančnih postavk nekaterih pogodb CDS</i>	30

KAZALO PRILOG

<i>Priloga 1: Seznam uporabljenih kratic</i>	1
<i>Priloga 2: Tabelarna razkritja poštenih vrednosti izvedenih finančnih instrumentov v izkazu finančne pozicije (angl. Statement of Financial Position)</i>	3
<i>Priloga 3: Vpliv izvedenih finančnih instrumentov na izkaz poslovnega izida (prvi del)</i>	4
<i>Priloga 4: Vpliv izvedenih finančnih instrumentov na izkaz poslovnega izida (drugi del)</i>	5

UVOD

V letu 2008 smo bili priča eni največjih finančnih kriz do sedaj, ki ima podobne simptome kot velika depresija iz tridesetih let prejšnjega stoletja. Glavni vzrok za takratno krizo je bilo predvsem pretirano zadolževanje, tako prebivalstva kot gospodarskih družb. Prevelika zadolženost je po mojem mnenju glavni razlog tudi za trenutno krizo, v kateri se nahajamo in ki ji kar ni videti konca.

Danes imajo finančne institucije na voljo veliko finančnih instrumentov, s katerimi lahko dosežejo visoke finančne vzvode ter izpostavijo družbo in posledično njene lastnike višjemu tveganju in temu primerno tudi večjim dobičkom ali izgubam. Slednje se mi zdi sprejemljivo vse do takrat, ko se lastniki popolnoma zavedajo tveganja, ki ga sprejemajo. A močno dvomim, da je res tako, saj je v marsikaterem finančnem instrumentu mogoče zaslediti tako imenovane računovodsko motivirane (angl. *accounting motivated*) značilnosti, ki omogočajo posebno računovodsko obravnavo instrumenta v smislu, da ta zaobide računovodsko poročanje. Tovrstno početje povzroči škodo ne samo investitorjem, ampak vsem deležnikom družbe, kar je mogoče zaznati tudi v trenutni krizi.

Mislím, da je problem, ki se je pojavil v letu 2008, zelo podoben zgodbi družbe Enron in tudi ostalim zgodbam, pri katerih imamo problem principala in agenta. V tem diplomskem delu ne bo prostora za izjemno pomembno razpravo na temo problemov med principalom in agentom, ki gre po mojem mnenju močno z roko v roki s pravili računovodskega poročanja, ki vsaj v ZDA več kot očitno ne dosegajo ravni razvoja finančnih inovacij ali pa načrtno dopuščajo izjeme.

Tako je **cilj** mojega diplomskega dela predvsem proučiti ustrezno literaturo ter analizirati vzroke za probleme računovodske stroke pri obravnavi določenih trenutno najbolj aktualnih in najpogostejših finančnih inovacij, ki jih mnogi krivijo za nastalo situacijo.

Ker je ameriški finančni sistem na področju finančnih inovacij najbolj razvit, je tudi cilj mojega diplomskega dela osredotočiti se na značilnosti in probleme določenih finančnih inovacij, ki jih te imajo pod rešitvami Ameriškega odbora za računovodske standarde (angl. *Financial Accounting Standards Board / FASB*). Za to sem se odločil predvsem, ker je precej primerov takih, da zanje tudi mednarodni standardi računovodskega poročanja nimajo rešitve.

Ameriški odbor za računovodske standarde je nepridobitna organizacija v ZDA, ki je zadolžena za vzpostavljanje računovodskih standardov poročanja v ZDA (angl. *General Accepted Accounting Principles / GAAP*). Prav nič ne preseneča, da se je večina popravkov, ki jih je ta odbor objavil na temo izvedenih finančnih instrumentov, zunajbilančnih postavk in konsolidiranih izkazov, pojavila prav v zadnjih treh letih.

Glede na problematiko je **namen** mojega diplomskega dela opozoriti uporabnike računovodskih izkazov in tiste, ki jih to zanima, na kaj vse morajo biti pozorni pri analizi računovodskih izkazov finančnih institucij in družb, za katere so te inovacije pomembne.

Diplomsko delo ima poleg uvoda štiri glavna poglavja in sklep. V prvem poglavju sem predstavil pojem finančnih inovacij, razloge, posledice, kategorizacijo in trenutne trende na tem področju. V naslednjem poglavju podrobno razlagam listinjenje ter številne

računovodske probleme in vprašanja, ki se nanašajo nanj. V tretjem poglavju sem obravnaval še nekatere druge finančne inovacije in računovodske probleme, povezane z njimi. V zadnjem poglavju pa razlagam računovodske probleme pri vrednotenju, ki jih imajo tako instrumenti, ki so posledica listinjenja, kot tudi ostali finančni instrumenti, ki jih obravnavam v diplomskem delu.

1 FINANČNE INOVACIJE

Večina avtorjev del, v katerih zasledimo pojem finančne inovacije, razume le-te kot neki nov način dela ali pa neki nov produkt v sektorju finančnega posredništva.

V splošnem obstajata dva ekstremna pogleda na finančne inovacije. Nekateri so mnenja, da glavni razlogi za finančne inovacije ležijo v iskanju arbitražnega dobička ter lukenj v davčnih in računovodskih pravilih. Na drugi strani so tisti, ki so mnenja, da je smisel uvedbe nove finančne inovacije predvsem v tem, da ta omogoča učinkovitejšo redistribucijo tveganj med udeležence trga. Kot glavno utemeljitev tega navajajo, da so se inovacije, ki omogočajo razpršitev tveganja med udeležence trga, obdržale dovolj časa, da lahko trdijo, da so smiselne (Fabozzi, Ferri & Modigliani, 1998, str. 26).

Finančne inovacije so skozi zgodovino povzročale različne vrste posledic za gospodarstvo, te posledice pa so ponovno spodbudile potrebo po novih vrstah finančnih inovacij.

Fabozzi et al. (1998, str. 27) navajajo naslednje posledice finančnih inovacij:

- povečana nestanovitnost obrestnih mer, indeksov inflacije, cen delnic in menjalnih razmerij;
- inovacije v računalniški in telekomunikacijski tehnologiji;
- več izpopolnjevanja in izobraževanja med profesionalnimi udeleženci trga;
- večja konkurenca med finančnimi posredniki;
- spodbuda za zaobitev obstoječih regulativ in davčne zakonodaje;
- drugačno doumetje finančnega premoženja.

Posledice so velikokrat tudi vzrok za nastajanje vedno novih finančnih inovacij. Povečana nestanovitnost na trgih ustvarja na primer potrebo po novih finančnih inovacijah oz. instrumentih, ki omogočajo varovanje pred tržnim tveganjem. Prav tako so lahko vzrok za finančno inovacijo tudi inovacije v računalniški industriji, saj na primer brez uporabe računalnikov nekateri finančni produkti sploh ne bi bili možni, ker bi bilo oteženo ali sploh onemogočeno vrednotenje, spremljanje, knjiženje in trgovanje z njimi.

1.1 KATEGORIJE FINANČNIH INOVACIJ

Vse od leta 1960, ko se je začel strm vzpon finančnih inovacij, so jih udeleženci finančnih trgov kategorizirali različno.

Fabozzi et al. (1998, str. 25-26) omenjajo tri možnosti, po katerih lahko kategoriziramo številne finančne inovacije.

Prva možnost je kategorizacija, ki jo opredeljuje Kanadski ekonomski svet (angl. *Economic Council of Canada*) in klasificira finančne inovacije v naslednje tri kategorije:

- Instrumenti, ki širijo trge in povečujejo likvidnost na trgih, s tem pa tudi večajo zbrana sredstva za nove investicije.
- Instrumenti za prenos kreditnega tveganja. Ti instrumenti omogočajo relokacijo finančnih tveganj na tiste, ki so bolj naklonjeni tveganju, ali pa zaščito tistih, ki so tveganju manj naklonjeni.
- Arbitražni instrumenti. To so finančni instrumenti, ki omogočajo posojilodajalcem in dolžnikom izkoristiti razlike med stroški in donosi med trgi.

Drugo možnost je predlagala Banka za mednarodne poravnave, ki kategorizira finančne inovacije na naslednji način:

- finančne inovacije, ki omogočajo prenos cenovnih tveganj;
- finančne inovacije, ki omogočajo prenos kreditnih tveganj;
- finančne inovacije, ki povečujejo likvidnost;
- finančne inovacije, ki prinašajo nove vrste kreditov;
- finančne inovacije, ki prinašajo nove vrste lastniških vrednostnih papirjev.

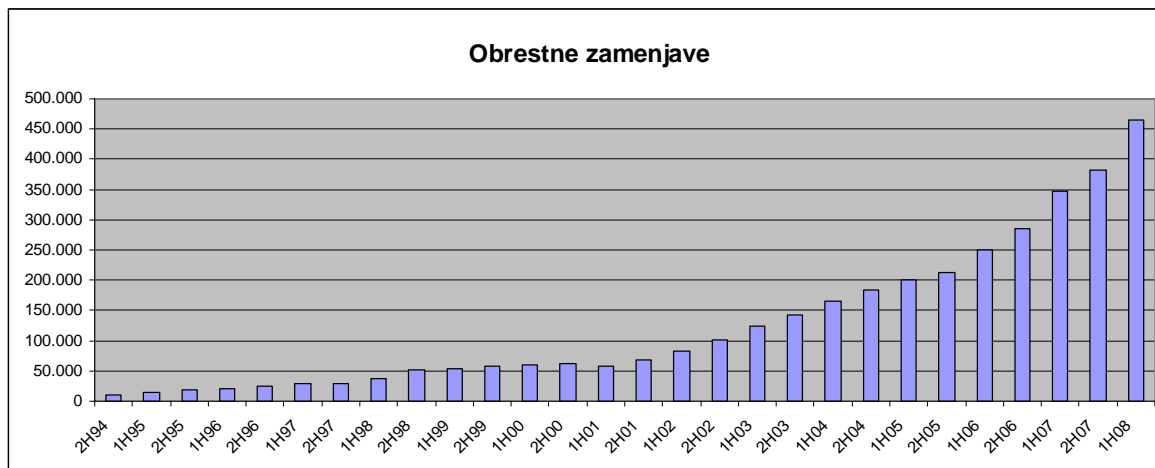
Tretja možnost, ki jo predlaga Stephen Ross, je:

- Novi finančni produkti, kot so izvedeni finančni instrumenti, ki za tisti čas, ko so ustvarjeni, bolj ustrezajo gospodarskim razmeram, npr. visoki inflaciji, nizkim ali visokim obrestnim meram ter podobno.
- Strategije, ki vključujejo tovrstne inovacije oz. instrumente.

1.2 ZADNJI TRENDI NA PODROČJU SODOBNIH FINANČNIH INOVACIJ IN VLOGA RAČUNOVODSKIH PRAVIL

V zadnjih letih so finančne inovacije beležile izjemno visoko rast, kar si je mogoče ogledati na sliki 1, na kateri je prikazana rast obrestnih izvedenih finančnih instrumentov.

Slika 1: Nominalna vrednost sklenjenih obrestnih izvedenih finančnih instrumentov na zadnji dan polletja v določenem letu v milijardah ameriških dolarjev



Vir: Statistični podatki agencije ISDA, 2008.

V prvem polletju leta 2008 se je po podatkih Mednarodnega združenja za izvedene finančne instrumente (angl. *International Swaps and Derivatives Association* / ISDA) nominalna vrednost sklenjenih obrestnih izvedenih finančnih instrumentov glede na predhodno polletje povečala za 22 % na 464,7 trilijona ameriških dolarjev. Na letni ravni je rast dosegla visokih 34 %. Skoraj eksponentna rast tovrstnih instrumentov priča o vedno večji popularnosti in pomenu le-teh.

Zadnja leta je bil opazen močan trend, ki je glavne investicijske banke vedno bolj oddaljeval od njihovih primarnih dejavnosti, kot so sodelovanje in svetovanje pri prevzemih in združitvah, borzno posredništvo ter upravljanje premoženja, k vse bolj donosnemu pakiranju sredstev prek številnih tako imenovanih družb s posebnim namenom (angl. *Special Purpose Entity* / SPE, *Special Investment Vehicle* / SIV) in družb spremenljivih interesov (angl. *Variable Interest Entity* / VIE).

Bob Herz (2008, str. 2–19) navaja, da je v zadnjih letih prišlo do izjemnega porasta tako imenovanih netradicionalnih posojil, vključno z drugorazrednimi hipotekarnimi posojili, s številnimi novimi oblikami plačil oz., kot se je izkazalo v zadnjem času, bolj neplačil. Investicijske banke so s strukturiranjem in pakiranjem teh posojil omogočile le začasen dostop do hipotekarnega posojila skoraj vsakomur. Na drugi strani so finančnim institucijam, skladom tveganega kapitala (angl. *hedge funds*) in ostalim investitorjem, željnim izboljšane donosa (angl. *enhanced yield*), omogočile dosego tega cilja v času zgodovinsko nizkih obrestnih mer.

Tiskovna agencija Bloomberg je poročala, da so lobiji v teh izjemno uglednih institucijah finančnega sveta dosegli, da je Ameriški odbor za računovodske standarde prelagal številne odločitve glede tovrstnih poslov in s tem obdržal del ameriškega finančnega sistema izven dosega rok regulatorjev. Bloomberg še poroča, da so lobirali predvsem za ohranitev izvedenih finančnih instrumentov, ki se sklepajo na neorganiziranem (angl. *over-the-counter* / OTC) trgu, nereguliranih. Slednje je omogočilo investicijskim bankam, da so lahko povečale razmerje med kapitalom in dolgom. To jim je posledično omogočilo povečano zadolžitev in s tem večje dobičke. Vse do propada drugorazrednega trga hipotekarnih posojil se regulatorji niso zganili, da bi zaostriili pravila na tem trgu (Bloomberg, 30. oktober 2008).

Posledica propada tega trga je bilo to, da so v zadnjem času centralne banke po svetu v finančni sistem vbrizgale na tisoče milijard ameriških dolarjev, da bi omilile likvidnostne težave finančnih institucij, ki so bile posledica nelikvidnosti najprej na omenjenem trgu, kasneje pa še na ostalih povezanih trgih.

Bivši član Ameriškega odbora za računovodske standarde je v svojem pismu senatorju Reedu izpostavil, da so podlegli bančnim lobijem, ko so ti trdili, da bi ob korenitih spremembah na tem področju prišlo do hudih posledic za finančne trge. Ugotavlja še, da je netransparentnost, ki je vladala do sedaj, povzročila še veliko hujše posledice, kot bi jih strožja regulativa. Z netransparentnostjo je mišljeno predvsem zunajbilančno računovodstvo in s tem povezano pomanjkljivo poročanje (Bloomberg, 30. oktober 2008).

Na Wall Streetu tako za nekaj časa ni več veljalo popularno pravilo, da nobena stvar ni zastonj (angl. *There Is No Such Thing As A Free Lunch*), ampak so vrtooglavi bonusi investicijskih bančnikov pričali o velikem »zastonjkarstvu«.

Investicijske banke so med tem, ko se je Ameriški odbor za računovodske standarde obotavljal glede poročanja in vknjižb zunajbilančnih postavk, ki so značilne za večino produktov listinjenja, skrivale svoj dolg zunaj bilance in, dokler je trg šel v njihovo korist, beležile rekordne dobičke (Bloomberg, 30. oktober 2008).

Da bi deležniki družb in bank lahko sledili močnemu trendu listinjenja, ki se je močno krepil že v devetdesetih letih prejšnjega stoletja, je Ameriški odbor za računovodske standarde junija 1996 izdal standarde poročanja na temo zabilančnih postavk. Nove in nove finančne inovacije so povzročile, da ga je bilo treba leta 2000 zamenjati z računovodskim standardom FAS¹ 140 (angl. *Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities*).

Znan je razvpit primer družbe Enron, ki je leta 2001 razglasila bankrot, ko je bila prisiljena konsolidirati svoje družbe s posebnim namenom, saj jih pod standardom FAS 140 ni bila več sposobna skrivati. Enronov škandal je prisilil Ameriški odbor za računovodske standarde, da je še dodatno izboljšal standarde poročanja in je januarja 2003 standard FAS 140 dopolnil z novim pravilom, znanim kot FIN 46. V decembru 2003 je izdal zadnjo in trenutno še vedno veljavno pravilo na to temo, in sicer revidiran FIN 46 (R), ki je omogočil nastanek že omenjenih VIE-jev. Po tem pravilu lahko banke neko družbo obravnavajo zunajbilančno, vse dokler ne pričakujejo, da bodo absorbirale več kot 50 % izgube ali dobičkov iz poslovanja te družbe (FASB Interpretation FIN No. 46(R), 2003).

Poleg številnih finančnih inovacij, z uporabo SPE-jev za doseg zunajbilančnega poročanja, so zadnja leta precej v modi tudi tako imenovane kreditne zamenjave (angl. *Credit Default Swap / CDS*). Te omogočajo, da se izdajatelj CDS-ja lahko izpostavi tveganju, ne da bi bilo to opazno v konsolidirani bilanci stanja. V zunajbilančnih postavkah nekatere institucije sicer poročajo o evidenčni vknjižbi CDS-ja, nekatere pa zelo pomanjkljivo ali sploh ne.

Tako imamo danes kompleksnejše finančne trge kot kdaj koli prej. Strukturirane finance so povzročile veliko kompleksnih vrednostnih papirjev. Tudi listinjenje se ni ustavilo tam,

¹ Oznaka, ki jo v ZDA uporabljajo za računovodski standard (angl. *Financial Accounting Standard*).

kjer se je začelo, ampak je spodbudilo nastanek ogromno kompleksnih finančnih instrumentov, ki pa povzročajo izjemne probleme tako vrednotenju kot tudi ostali računovodski implikaciji.

2 LISTINJENJE KOT OBLIKA FINANČNE INOVACIJE

2.1 DEFINICIJA LISTINJENJA

Ribnikar (1996, str. 48) listinjenje definira kot »izraz, ki lahko pomeni tri različne stvari. Prvič lahko pomeni zadolževanje dolžnikov v obliki vse večjega izdajanja vrednostnih papirjev, drugič lahko pomeni izdajanje vrednostnih papirjev na osnovi posojil ali terjatev (premoženja) s strani banke, tretjič pa lahko pomeni izdajanje obveznic s strani banke na osnovi bančnih posojil ali kakšnega drugega finančnega premoženja.«

Po tej definiciji bi listinjenje torej lahko pomenilo nadomeščanje zadolževanja pri bankah z izdajanjem obveznic. Torej šlo naj bi za izdajanje vrednostnih papirjev, pri katerih je kritje v nekem dobrem finančnem premoženju banke. Glavna značilnost pa je ta, da mora biti premoženje v očeh investitorjev manj tvegano, kakor je v njihovih očeh tvegana banka (Ribnikar, 1996, str. 48).

Gre torej za ključno finančno inovacijo osemdesetih let prejšnjega stoletja, ki je dramatično spremenila vlogo finančnih posrednikov. Listinjenje bo imelo v nadaljevanju diplomskega dela izjemno pomembno, če ne kar ključno, vlogo, saj je računovodstvo listinjenja precej vprašljivo in med računovodskimi strokovnjaki povzroča deljena mnenja. Poleg tega so problematični tudi ostali izvedeni finančni instrumenti, ki so posledica listinjenja.

2.2 PREDNOSTI LISTINJENJA

Povod za listinjenje so predvsem njegove prednosti tako za originatorja² listinjenja, investitorja, kot tudi za posojilojemalca.

Če najprej vzamem pod drobnogled **originatorja**, so nižji stroški financiranja prva in tudi glavna prednost, zaradi katere se originator odloči listiniti določena sredstva. Listinjenje tako presega tri tradicionalne načine pridobivanja virov sredstev, kot so izdaja delnic, obveznic ali najetje posojila.

Razdeljevanje sredstev na več delov in uporaba le-teh kot zavarovanje (angl. *colleteral*) pri izdajanju vrednostnih papirjev naj bi znižala stroške financiranja. Stroški financiranja so odvisni od bonitetne ocene finančnega instrumenta, ki ga izdaja SPE. Pravilno strukturirani SPE-ji, ki so pravno ločeni od originatorja listinjenja, in sredstva s tem primerno zaščitena ob stečaju originatorja (angl. *bankruptcy remote*), imajo posledično boljšo kreditno oceno in lahko tako pridejo do boljših pogojev pri pridobivanju virov sredstev kot pa originator (Fabozzi et al., 1998, str. 28).

² Originator listinjenja je finančna družba, ki je prvoten lastnik sredstev, namenjenih listinjenju.

Druga prednost za originatorja naj bi bila učinkovitejša izraba kapitala. Banke morajo zadostiti določenim regulatornim kriterijem glede višine kapitala v pasivi bilance stanja, prodaja sredstev pa zniža sredstva in obveznosti do virov sredstev v bilanci stanja ter posledično sprosti zahtevo po ohranjanju določene višine kapitala. Proizvodne družbe ali njihove odvisne finančne družbe lahko z listinjenjem dosežejo višji finančni vzvod, kot bi ga morda sicer. Prenos kreditnega tveganja pomeni tudi prenos nagrade za tveganje na investitorje, toda originator lahko obdrži na primer tako imenovane pravice servisiranja hipotekarnih posojil³ (angl. *Mortgage Servicing Rights / MSR*) in številne druge instrumente listinjenja, kar mu omogoča dohodek v obliki premije.

Tretja prednost za originatorja je pri hitri rasti portfelja tudi ta, da pride do sprostitev limita do določenega poslovnega partnerja. Oddelki obvladovanja tveganj dodeljujejo limite izpostavljenosti do posameznega poslovnega partnerja, zato lahko hitro pride do zapolnitve limita. S tem ko prodamo sredstva, sprostimo tudi limit do določenega poslovnega partnerja.

Za **investitorje** je glavna prednost predvsem ta, da imajo tako možnost večje diverzificiranosti svojega portfelja. To bi lahko pomenilo večji izbor alternativ za investicije z vidika iskanja zelenega tveganja in s tem povezanega donosa.

Zadnja skupina, za katero listinjenje prinaša prednost, so **posojilojemalci**. Fabozzi et al. (1998, str. 29) so mnenja, da so posojila zaradi razdeljenosti na manjše dele bolj likvidna, kar naj bi povečevalo konkurenčnost na trgu. To naj bi znižalo razpon (angl. *spread*) med obrestnimi merami za posojila in referenčnimi obrestnimi merami oz. donosnostjo ameriških državnih obveznic. Ta dogodek je bil opazen na trgu hipotekarnih posojil in do neke mere tudi na trgu avtomobilskih posojil.

2.3 NAJPOGOSTEJŠA SREDSTVA LISTINJENJA

Najpomembnejša vrsta sredstev v sklopu listinjenja posojil so **hipotekarna posojila za stanovanjske nepremičnine** (angl. *residential mortgages*). Razlog za to gre pripisati predvsem velikemu številu tovrstnih posojil, in tudi možnosti klasifikacije teh posojil v homogene skupine (Ryan, 2007, str. 193).

V ZDA večino tovrstnih posojil garantira finančna institucija Ginnie Mae ali pa katera druga finančna institucija, ki ima implicitno garancijo ameriške vlade (angl. *Government Sponsored Enterprises / GSE*). Ginnie Mae ne listini sredstev, saj to počneta drugi dve finančni instituciji, ki imata prav tako implicitno garancijo ameriške vlade (Fannie Mae ter Freddie Mac). Ginni Mae priskrbi garancije za časovno neusklajenost prilivov in odlivov SPE-ja (angl. *timing insurance*), s čimer garantira, da bodo tako glavnica kot obresti izplačani lastnikom dolžniških vrednostnih papirjev, osnovanih na temelju raznovrstnega dolga (angl. *Asset Backed Securities / ABS*), v pravem času. Ob upoštevanju tovrstnih državnih garancij so dolžniški vrednostni papirji na osnovi hipotekarnih posojil (angl. *Mortgage Backed Securities / MBS*) v glavnem netvegani vrednostni papirji (Ryan, 2007, str. 194).

³ Banka, ki je lastnik teh pravic servisiranja hipotekarnih posojil, tako skrbi za vso administracijo, povezano s posojili (opominjanje posojilojemalcev, pošiljanje položnic itd.). Računovodsko gledano, so to sredstva v aktivih bilance stanja, iz katerih se pričakuje denarni tok v obliki premije za opravljene storitve.

Naslednja izjemno pomembna sredstva za listinjenje so **terjatve do kupcev**. Tovrstna sredstva originator plasira v SPE, z njimi pa lahko tudi različna druga sredstva. Posledica listinjenja teh sredstev so tako imenovani **komercialni papirji, zavarovani z raznovrstnimi sredstvi** (angl. *Asset-backed Commercial Papers / ABCP*). Tovrstna sredstva so oblika kratkoročnega financiranja, izdajajo pa jih posebne gospodarske družbe (angl. *Asset-backed Commercial Papers Conduits / ABCPC*), ki imajo v aktivih bilance največkrat terjatve do kupcev uglednih korporacij in bank.

Te posebne gospodarske družbe imajo večkrat sredstva dolgoročnejša kot pa vire financiranja oz., kot omenjeno, ABCP-je, kar zahteva potrebo po ponovnih izdajah ABCP-jev s strani te družbe, da lahko družba poravna zapadle ABCP-je. Ker to vedno ni mogoče, potrebuje družba likvidnostno podporo bank. Banke tako pomagajo premostiti časovno neuskklajene prilive in odlive družbe ter s tem stopajo v razmerje z družbo ali prek likvidnostnih posojil, garancij ali prek izvedenih finančnih instrumentov, kot so npr. opcije na likvidnost⁴ (angl. *liquidity puts*) teh papirjev.

Poleg omenjenih dveh najpogostejših vrst sredstev, primernih za listinjenje, obstajajo še številna **druga sredstva**, ki se prav tako listinijo. Listinjenje je pomembno za veliko finančnih institucij, saj naj bi bilo po statističnih podatkih ameriške centralne banke (angl. *Federal Reserve System / FED*) konec leta 2005 v listinjeni obliki kar 23 % komercialnih hipotekarnih posojil in 28 % potrošniških posojil. Komercialna hipotekarna posojila so večja in bolj heterogena kot hipotekarna posojila za stanovanjske nepremičnine. To otežuje vrednotenje teh glede na statistične podatke ali kake druge podatke, pomembne za investitorje. Problem teh posojil je tudi nasprotna selekcija (angl. *adverse selection*), kar pomeni, da originator listinjenja ve več o kreditni sposobnosti posojil kot potencialni investitorji. Prav tako kot komercialna hipotekarna posojila so tudi terjatve iz naslova kreditnih kartic (angl. *credit card receivables*) zelo tvegane (Ryan, 2007, str. 193).

Da so investitorji pripravljeni vlagati v vrednostne papirje, ki so posledica listinjenja teh drugih vrst sredstev, originator obdrži najbolj tvegane tranše zase oz. prvi absorbira izgubo.

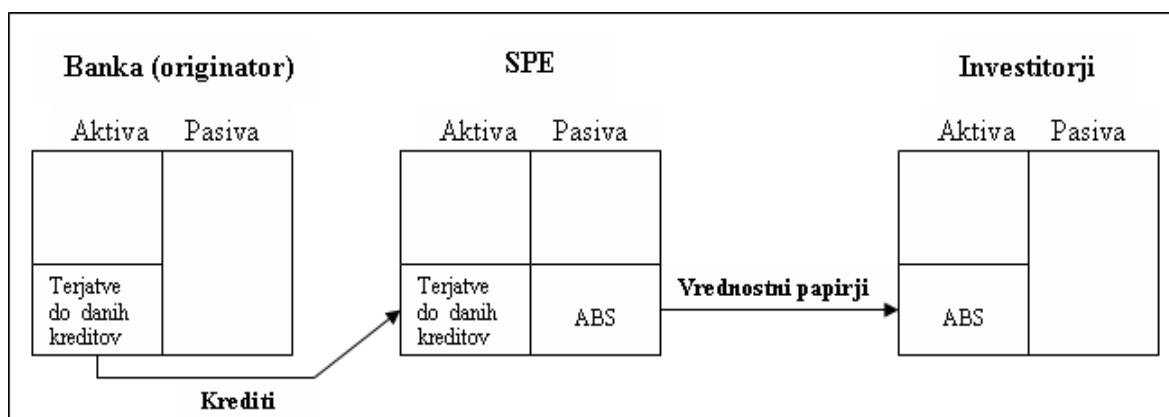
2.4 POTEK LISTINJENJA

2.4.1 PRVA STOPNJA LISTINJENJA

Listinjenje v osnovi poteka tako, da originator prenese sredstva na SPE, ta pa kasneje proda oz. izda vrednostne papirje, ki so lahko lastniški ali dolžniški. Denar, ki ga investitorji plačajo za vrednostni papir, porabi SPE v glavnem za plačilo sredstev, ki jih je odkupil od originatorja. Enostaven primer listinjenja z računovodske perspektive lahko vidimo na sliki 2.

⁴ Gre za opcije, kjer ima kupec opcije možnost prodajalcu opcije prodati referenčni instrument po dogovorjeni ceni.

Slika 2: Bilančni vidik enostavnega primera listinjenja

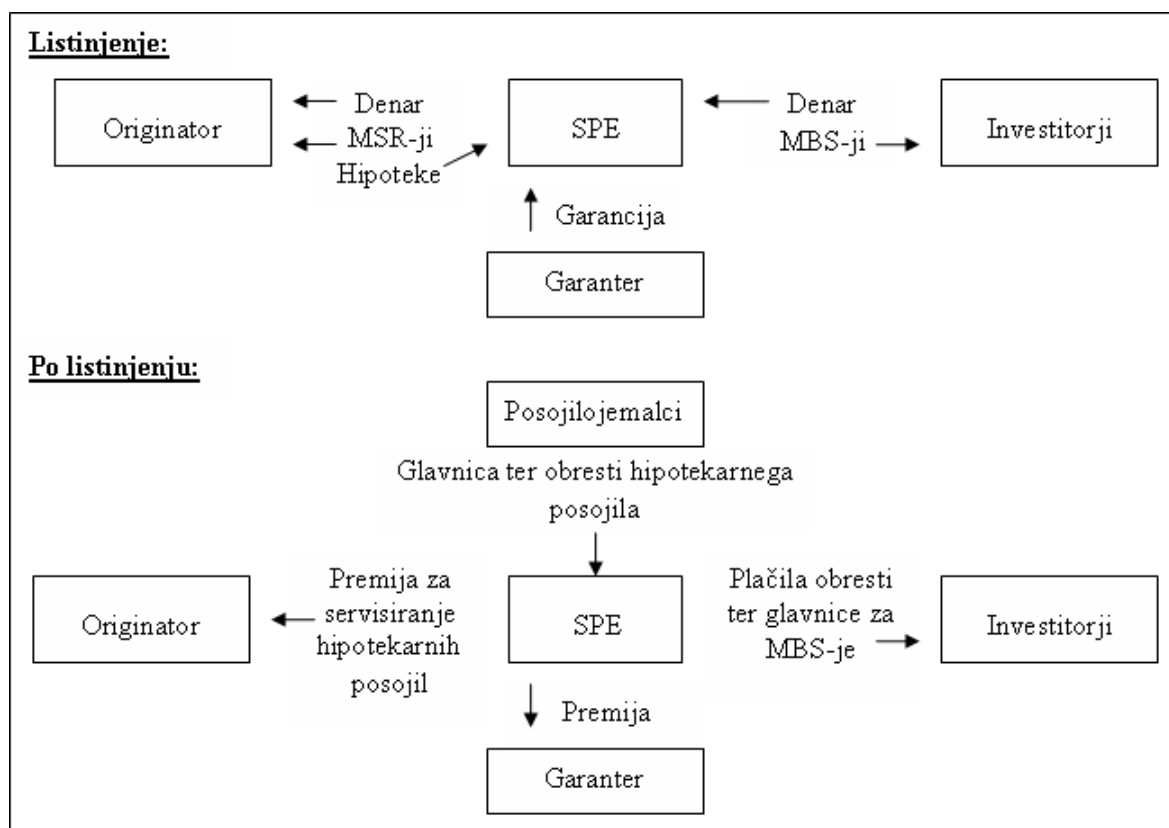


Ta enostavni primer listinjenja je izpeljan po tako imenovani pretočni metodi (angl. *Pass-Through Securitization*). Zanj je značilno, da SPE, ki izda tako imenovane pretočne obveznice oz. ABS-je, izplačuje vsa zbrana sredstva lastnikom teh obveznic proporcionalno. Torej ne glede na vir (glavnica, predplačilo (angl. *prepayments*), obresti), iz katerega pride denar v SPE. To se zgodi potem, ko originatorju SPE že izplača stroške, povezane z listinjenjem, in premije. SPE zbira plačila kreditojemalcev in plačuje naprej investitorjem. Ko SPE zbere in izplača vse obveznosti, družba preneha obstajati.

Ryan (2007, str. 197–198) ilustrativno pojasnjuje pretočno metodo listinjenja na primeru hipotekarnih posojil na sliki 3, računsko pa z naslednjim primerom:

Za poenostavitev predpostavlja, da originator ne obdrži nobenih že omenjenih MBS-jev, ki so rezultat listinjenja hipotekarnih posojil. Bo pa originator v tem primeru obdržal že omenjene MSR-je. Recimo, da izdajatelj plasira 100 mio ameriških dolarjev hipotekarnih posojil, katerih donos je 6 %, v SPE. SPE nato izda pretočne obveznice (MBS-je), z donosnostjo 5,5 % in pošteno vrednostjo 99 mio ameriških dolarjev za investitorje. Originator obdrži MSR-je, ki prinašajo storitveno premijo 0,355 % letno od ostanka glavnice in imajo pošteno vrednost 2 mio ameriških dolarjev. Garanter priskrbi kreditno garancijo v zameno za premijo 0,2 % na leto od preostanka glavnice. 0,5 % nižja donosnost tovrstnih MBS-jev gre predvsem na račun povečane likvidnosti teh instrumentov, izluščenja MRS-jev, ki so bolj tvegani od hipotekarnih posojil in povzročajo imetniku operativne stroške, ter kreditnih garancij. Za poenostavitev recimo, da poteka izplačilo obresti in glavnice letno. Konec prvega leta tako SPE prejme 6 mio ameriških dolarjev obresti skupaj s 5 mio ameriških dolarjev načrtovanih plačil glavnice in predplačil. SPE izplača imetnikom MBS-jev 5,445 mio ameriških dolarjev obresti ($99 \text{ mio USD} * 0,055$) plus 5 mio ameriških dolarjev glavnice, originatorju storitveno premijo 355.000 ameriških dolarjev ($100 \text{ mio USD} * 0,00355$) in garanterju premijo za garancijo 200.000 ameriških dolarjev ($100 \text{ mio USD} * 0,002$).

Slika 3: Tokovi pri procesu listinjenja prve stopnje in po tem



Vir: S. Ryan, *Fiencial Instruments and Institutions*, 2007, str. 197.

2.4.2 DRUGA STOPNJA LISTINJENJA IN OBLIKOVANJE TRANŠ

Veliko listinjenj v praksi je takih, da se ne končajo pri prvi stopnji, nekateri pa tudi celo pri drugi ne. Kljub temu bo za potrebe prikazov problemov dovolj pojasnitev druge stopnje listinjenja in listinjenje v tranšah (angl. *tranchd securization*).

Listinjenje druge stopnje poteka tako, da različne ABS-je, ki so posledica prve stopnje listinjenja in ki so jih izdajali številni SPE-ji, sedaj plasiramo v nov SPE. Novi SPE, ki ima sedaj na aktivni bilance stanja ABS-e, izda na podlagi teh sredstev nove dolžniške oz. lastniške vrednostne papirje.

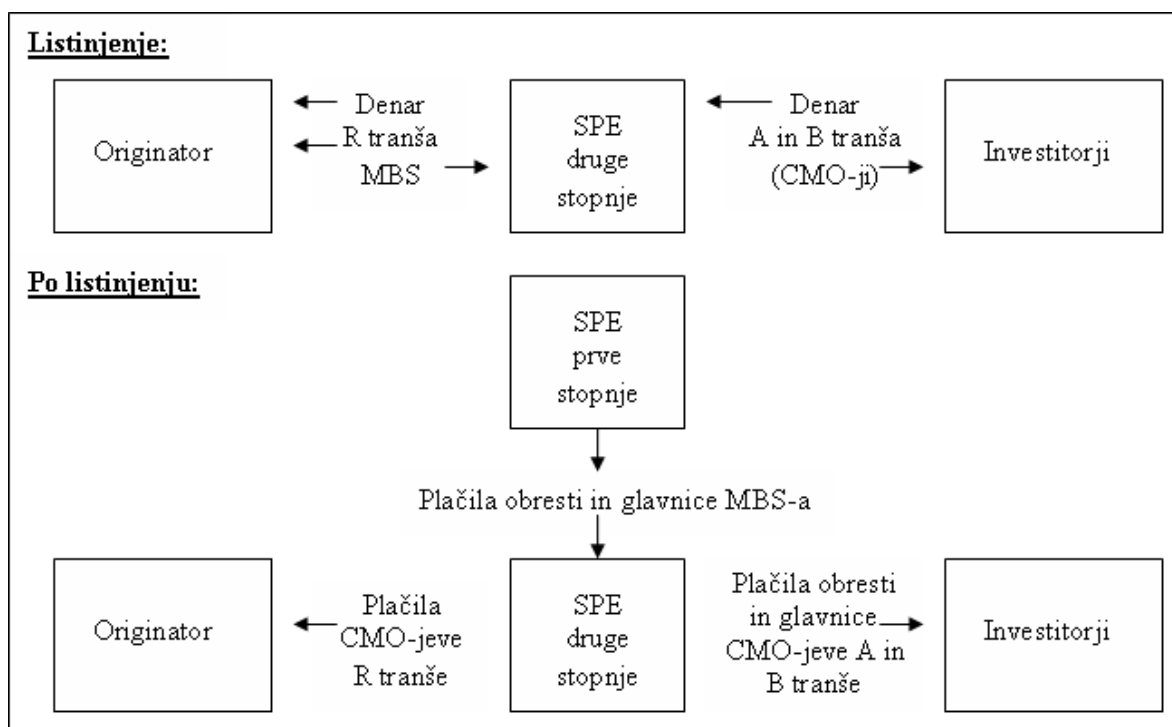
Pri listinjenju druge stopnje novi SPE ob izdajanju dolžniških in lastniških vrednostnih papirjev največkrat oblikuje tranše. Tranš je lahko več, razlikujejo pa se po tem, da se z denarnega toka sredstev SPE-ja najprej poplača prva tranša, če še kaj ostane, druga in tako naprej. Takemu listinjenju, pri katerem se oblikujejo različne tranše, večkrat pravimo tudi listinjenje v tranšah. Ta vrsta listinjenja prinese različne vrste vrednostnih papirjev z različnimi tveganji predplačil, sprememb obrestnih mer, kreditnih in ostalih tveganj. Vrednostni papirji iz različnih tranš so zaradi svoje specifikke različno tvegani in naj bi prinašali temu primeren donos.

Ryan (2007, str. 199) navaja listinjenja po tranšah, ki prinesejo naslednje vrednostne papirje:

- Zadolžnice, zavarovane s hipotekami (angl. *Collateralized Mortgage Obligations / CMO*), pri listinjenju hipotekarnih posojil za stanovanja.
- Zadolžnice, zavarovane z raznovrstnimi posojili (angl. *Collateralized Loan Obligations / CLO*), pri listinjenju preostalih posojil.
- Zadolžnice, zavarovane z visokodonosnimi obveznicami (angl. *Collateralized Bond Obligations / CBO*), pri obveznicah.
- Zadolžnice, zavarovane z dolgom (angl. *Collateralized Debt Obligation / CDO*), pa pri mešanica različnih zgoraj navedenih instrumentov, v praksi pa se izraz CDO uporablja tudi za že omenjena CBO-ja in CLO-ja.

Pri zadolžnicah, zavarovanih s hipotekami, poteka listinjenje največkrat v dveh korakih, medtem ko pri ostalih primerih dvostopenjsko listinjenje ne prevladuje. SPE, ki izdaja CMO-je, generira tri tranše, ki imajo različne ročnosti ter pri katerih je najprej poplačana prva tranša, nato druga in tako naprej. V naslednjem primeru bomo lahko računsko in ilustrativno videli, kako poteka listinjenje pri CMO-ju. Kot bo mogoče spoznati iz primera, originator pri tej vrsti listinjenja največkrat ohrani vrednostne papirje iz zadnje ali iz zadnjih dveh tranš zase, saj so ti papirji najbolj tvegani in jih je zato težko prodati. To povzroči veliko računovodskih vprašanj. Denarne tokove pri in po procesu dvostopenjskega listinjenja, pri katerem se oblikujejo tranše, prikazuje slika 4.

Slika 4: Tokovi pri procesu listinjenja druge stopnje in po tem



Vir: S. Ryan, *Fiencial Instruments and Institutions*, 2007, str. 200.

Chen, Liu & Ryan (2008, str. 1189) podajajo računski primer listinjenja, pri katerem se oblikujejo tranše. Spoznali bomo glavne specifikke listinjenja te vrste. Videli bomo, da je primer sicer listinjenje prve stopnje toda, primer listinjenja druge stopnje bi bil popolnoma enak, edina razlika bi bila ta, da bi namesto plasiranja posojil v SPE v omenjeni vrednosti banka ali pa različni drugi SPE-ji plasirali ABS-e v enaki vrednosti in z enakimi značilnosti izplačila obresti oz. kupona. Ta primer je dovolj nazoren za razumevanje računovodskih problemov, povezanih z listinjenjem, in je takšen:

Banka ima najprej za 100 mio ameriških dolarjev danih hipotekarnih posojil, ki se odplačujejo anuitetno (angl. *amortizing loans*). Posojila so na aktivih bilance stanja in prinašajo 6 % letno. Recimo, da so posojila dana za pet let, pripis obresti je leten. Tako bi po anuitetnem načinu odplačevanja posojila konec prvega leta banka dobila 26 mio ameriških dolarjev (20 mio USD glavnice + 6 mio USD obresti), konec drugega 24,8 mio ameriških dolarjev in v tem slogu naprej v naslednjih letih. Recimo sedaj, da se je originator (banka), ko je ta posojil dajal, odločil, da bo te terjatve plasiral v SPE. SPE nato izda za 80 mio ameriških dolarjev tako imenovanih prvorazrednih ABS-jev (angl. *senior ABS*), ki prinašajo 5 % na leto, in za 20 mio ameriških dolarjev drugorazrednih ABS-jev (angl. *subordinated ABS*) z donosnostjo 7,5 %, ki pa jih obdrži izdajatelj. Obe tranši obljubljata plačilo ene petine glavnice in natečenih obresti ob koncu vsakega leta za obdobje petih let. Originator obdrži še tretjo tranšo, ki ji bomo v našem primeru rekli obrestna tranša (angl. *interest-only strips / IO*). Gre namreč za najbolj tvegano tranšo, ki je poplačana šele, če še kaj ostane po poplačilu obeh nadrejenih tranš, in je rezultat tako imenovanega procesa kreditnega oplemenitenja (angl. *credit enhancement*) oz. razpona med 6 % in 5,5 %. Tehtano povprečje donosnosti obeh tranš je 5,5 % $((80 \cdot 0,05) + (20 \cdot 0,075)) / 100$, kar pa je manj kot 6 %. Tako po prvem letu listinjenja SPE lastnikom obveznic prve tranše izplača 20 mio ameriških dolarjev (16 mio USD + $(80 \text{ mio USD} \cdot 0,05)$), lastnikom druge (v našem primeru originatorju) pa 5,5 mio ameriških dolarjev ($4 \text{ mio USD} + 20 \text{ mio USD} \cdot 0,075$) pod pogojem, da je dovolj prilivov za poplačilo prve tranše. Morebitni večji prilivi od 25,5 mio ameriških dolarjev pa so namenjeni tretji tranši, kot že omejeni »obrestni tranši«, ki lahko dobi največ 0,5 mio ameriških dolarjev kot rezultat razpona med 5,5 % in 6 % donosa.

Chen et al. (2008, str. 1189) razlagajo, da bi ob predpostavki, da je poštena vrednost ABS-jev tudi njihova nominalna vrednost (angl. *face value*), IO-jev pa 1 mio ameriških dolarjev, računovodenje v primeru, ki ga razlagajo, potekalo takole:

- banka najprej pripozna znižanje terjatev do danih posojil v višini 100 mio ameriških dolarjev v aktivih bilance stanja;
- potem pripozna na aktivih za 80 mio ameriških dolarjev denarja;
- pripozna na aktivih drugorazredne ABS-je v višini 19,8 mio ameriških dolarjev ($100 \text{ mio USD} \cdot 20 \text{ mio USD} / 101 \text{ mio USD}$) ter tretjerazredno tranšo (IO-jev) v višini 0,99 mio ameriških dolarjev ($100 \text{ mio USD} \cdot 1 \text{ mio USD} / 101 \text{ mio USD}$);
- pripozna v izkazu poslovnega izida dobiček od prodaje sredstev v višini 0,79 mio USD.

Ta primer bi bil takšen tudi v praksi, če bi vsi posojilojemalci poravnali vse svoje obveznosti. Ker v praksi večkrat ni tako, je prav, da se pri zadržanih instrumentih (angl. *retained interests*), torej tudi drugorazrednih ABS-jih, le-ti vrednotijo po pošteni vrednosti. Poštena vrednost naj bi v normalnih tržnih okoliščinah, v katerih imamo za te instrumente dovolj relevanten trg, izražala tudi verjetnost, da nekatera posojila ne bodo poravnana (angl. *default probability*).

2.5 RAČUNOVODSKI PROBLEMI LISTINJENJA

Računovodski problemi listinjenja so prvič stopili v ospredje s propadom Enrona, nova serija problemov na to temo pa se kaže tudi v zadnji finančni krizi.

Pri vsem tem se zopet postavlja vprašanje, ali so računovodska obravnava in razkritja v računovodskih pravilih glede transakcij listinjenja primerni za investitorjevo razumevanje ekonomskih koristi originatorja oz. izdajatelja listinjenja. Natančneje: gre za vprašanje, ali je listinjenje sredstev resnično prodaja sredstev ali gre zgolj za navaden prenos zavarovanih posojil⁵ (angl. *secured borrowings*) v neko drugo družbo. Po Enronovem škandalu je Ameriška agencija za trg vrednostnih papirjev pripravila dolg seznam, ki je vseboval transakcije, ki dosegajo zunajbilančno obravnavo, vključno s prihranki upokojencev in transakcijami lizinga. Glavna vprašanja glede teh dveh skupkov transakcij so podobna kot pri vprašanju listinjenja, glasijo pa se, ali družba tveganja lastništva prenaša na zaposlene, upokojence, lizinske hiše in ostale deležnike družbe (Landsman, Peasnell & Shakespeare, 2008, str. 1252).

2.5.1 ALI JE RAČUNOVODSKA METODA PRODAJE SREDSTEV PRAVŠNJA

Landsman et al. (2008, str. 1253–1254) navajajo, da lahko o uporabi računovodenja, ki se uporablja ob prodaji sredstev, govorimo takrat, ko so po standardu FAS 140, ki je relevanten za transakcije listinjenja, izpolnjeni naslednji trije kriteriji:

1. Najprej mora originator s pravnega vidika nedvoumno prenesti sredstva na SPE na način, da bodo sredstva izolirana od originatorja ob njegovem bankrotu.
2. Drugi kriterij je ta, da mora biti SPE prost glede odločitev o ravnanju s sredstvi.
3. Tretji kriterij pa ne dovoljuje, da se originator s SPE pogodbeno dogovori o odkupu katerega od sredstev nazaj.

Če so izpolnjeni ti trije in ostali pogoji, ki se nanašajo na računovodenje ob prodaji sredstev (angl. *sale accounting*), potem se šteje, da je originator odstranil listinjena sredstva iz svoje bilance in pripoznal dobiček oz. izgubo pri prodaji sredstev.

Tukaj nastane naslednji problem. Po standardu FAS 140 se lahko uporabi računovodenje ob prodaji sredstev tudi takrat, ko ima originator opcijo odkupa listinjenih sredstev nazaj (angl. *repurchase option*) pod pogojem, da se odpove nadzoru nad sredstvi za obdobje, preden pride do morebitne izvršitve opcije (Ryan, 2007, str. 217).

Bolj kot vprašanje, ali originator ohranja nadzor nad sredstvi ali ne, je pomembno vprašanje, ali ohranja tveganja in dobičke od prodanih sredstev.

Kot smo spoznali pri razlagi listinjenja, originator lahko ohrani kreditno in ostala tveganja prek tako imenovanih MSR-jev ter prek lastniških ali dolžniških vrednostnih papirjev, ki jih je izdal SPE in jih niso kupili drugi investitorji. Tveganja lahko ohrani tudi z različnimi izvedenimi finančnimi instrumenti, kot so npr. opcije izdane na vrednostne papirje, ki jih je

⁵ Posojila so lahko zavarovana s hipoteko ali pa čim drugim, pomembno je to, da ima lastnik ob nezmožnosti plačila »zavarovanega posojila« možnost zasege zastavljenih sredstev.

izdal SPE. Mislim, da je ta problem nastal predvsem zaradi slabo oz. pomanjkljivo opredeljenih zahtev glede opustitve nadzora nad sredstvi.

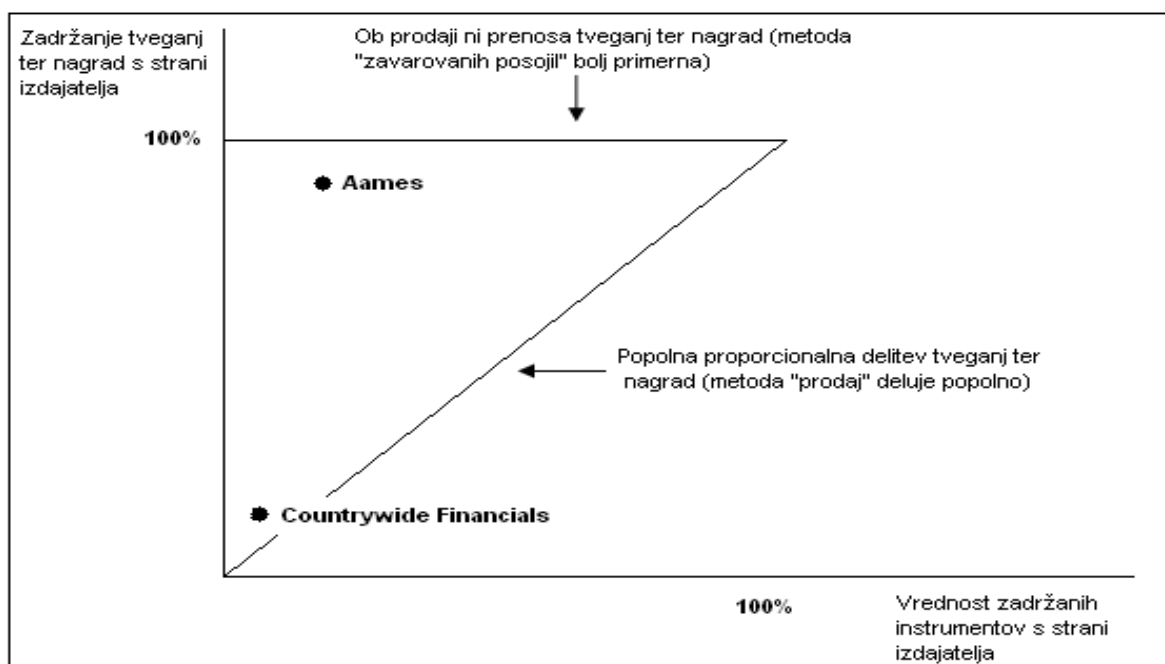
Tega se zaveda tudi Ameriški odbor za računovodske standarde, zato je leta 2006 izdal nov standard, ki nadgrajuje FAS 140, in sicer FAS 156. Po tem standardu mora originator, ki prepusti nadzor nad sredstvi SPE-ju in hkrati ohrani del lastniških ali dolžniških vrednostnih papirjev zase, pripoznati ter vrednotiti te ohranjene vrednostne papirje po pošteni vrednosti. Temu se reče delna prodaja (angl. *partial sale*).

Kljub temu da originator lahko po FAS 140 izpolnjuje kriterije prepustitve nadzora nad sredstvi SPE-ju ter tako uporabi računovodsko metodo, ki se uporablja pri prodaji sredstev, in vrednoti zadržane instrumente, ki jih je izdal SPE, po pošteni vrednosti, pa ni vseeno, ali uporablja to metodo ali tisto, ki velja, če ima sredstva v svoji bilanci. Računovodska metoda pri prodaji sredstev namreč v nasprotju z računovodsko metodo, ki se uporablja pri držanju posojil, zmanjšuje poročani dolg ter povečuje poročani kapital in tudi dobiček, ki se pripozna ob prodaji sredstev (Chen et al., 2008, str. 1188).

Kot je mogoče videti v predstavitvi listinjenja, pri katerem se oblikujejo tranše, se poslovni vzvod SPE-ja porazdeli neproporcionalno, s tem pa se posledično tveganja in nagrade pri listinjenju sredstev skoncentrirajo na določene lastniške ali dolžniške vrednostne papirje neproporcionalno. Originator listinjenja mora največkrat zase obdržati ravno vrednostne papirje, na katere je skoncentrirano največje tveganje, saj jih je veliko težje prodati kot pa vrednostne papirje, na katere je skoncentrirano manj tveganja.

Ilustrativno si lahko ta problem ogledamo na sliki 5, na kateri je mogoče postaviti neko družbo v trikotnik z vidika tveganj in nagrad (angl. *risk-and-reward view*). Listinjenja, ki transformirajo vrednost listinjenih sredstev ter tveganja in nagrade le-teh od originatorja na kupca proporcionalno, so prave parcialne prodaje. Listinjenja, ki ne transformirajo nobenega tveganja in nagrade h kupcu, so po vsebini navadna zavarovana posojila.

Slika 5: Računovodstvo listinjenja z vidika »tveganj in nagrad«



Vir: S. Ryan, *Financial Instruments and Institutions*, 2007, str. 218.

V praksi je večina listinjenj takih, da prenašajo več vrednosti kot pa tveganj in nagrad referenčnih sredstev od izdajatelja na kupca ter tako s tega vidika listinjenja niso ne prave parcialne prodaje ne navadna zavarovana posojila, čeprav so v večini primerov bližje eni od dveh skrajnosti (Ryan, 2007, str. 217).

Katera računovodska metoda bi bila torej z vidika tveganj in nagrad najprimernejša, je tako odvisno od primera do primera listinjenja, ki ga izvaja neka banka ali družba.

Ryan (2007, str. 217) navaja dva primera, pri katerih se je uporabljala metoda prodaje sredstev, čeprav nobeden od njiju z vidika tveganj in nagrad v celoti ne ustreza metodi prodaje sredstev. Prvi primer je nekdanja največja hipotekarna banka Countrywide Financials, ki je v glavnem listinila prvovrstne terjatve do danih hipotekarnih posojil, obdržala pa zgolj MSR-je, kar je pomenilo zgolj 1,5 % vrednosti referenčnih sredstev. Pri tovrstnem listinjenju je z vidika tveganj in nagrad zagotovo primernejša metoda prodaje sredstev. Drugi primer je banka Aames, ki se je ukvarjala v glavnem z drugorazrednimi hipotekarnimi posojili ter obdržala velik del ostankov oz. tako imenovanih drugorazrednih vrednostnih papirjev (angl. *subordinate securities*), na katere je bila vezana večina tveganj. V tem primeru bi bila zagotovo veliko primernejša uporaba metode zavarovanih posojil. Na sliki št. 5 lahko ilustrativno vidimo, katera metoda bi bila najustreznejša za listinjenja, ki sta jih izvajali banki.

2.5.2 ALI JE PRIHODEK OD PRODAJE SREDSTEV PRAVŠNJI

Drugi skupek vprašanj se pojavi, ko se vprašamo, ali je prihodek od prodaje pravšnji. Prihodek od prodaje je odvisen predvsem od zmožnosti originatorja, da ovrednoti zadržane instrumente (angl. *retained interests*) po pošteni vrednosti, kar pa je skoraj nemogoče, če se s temi instrumenti trguje na nelikvidnem trgu oz. se sploh ne trguje.

Za MSR-je lahko rečemo, da obstajajo neki relevanten trg in tudi podatki o relevantnih obrestnih merah, ki najbolj določajo ceno teh instrumentov s tem, ko povečajo ali zmanjšajo tveganje predplačila, so javno dostopni. Za ostale bolj tvegane instrumente, ki jih banke obdržijo zase, tega ne moremo reči.

2.5.3 SO PRIHODKI OD PRODAJE »MANIPULIRANI«

Metoda prodaje sredstev vnaša v primerjavi z metodo, ki se uporablja pri držanju terjatev do zavarovanih posojil, veliko večjo subjektivnost, kar omogoča izdajatelju, da lahko s tem ko planira čas listinjenja, časovno določa prihodke in tako po svoji volji manipulira poslovni izid.

Uporabniki računovodskih poročil naj bi tako morali znati analizirati korelacijo med prihodkom, knjiženim pred listinjenjem, in prihodkom ob prodaji sredstev. Tako imenovano uravnavanje dobička (angl. *income smoothing*) naj bi bilo primerno, ko so prihodki od prodaje visoki, iz naslova držanja terjatev pa nizki, in obratno. Manipulacij dobička v tej smeri je možnih veliko, vendar v praksi vsaj v ZDA banke listinijo vse, kar je možno, in to čim prej, kar temu problemu zmanjšuje pomembnost (Ryan, 2007, str. 219).

Mislím, da bo treba biti v prihodnje pozoren npr. na slovenske banke, če bodo začele listiniti določena sredstva ali za potrebe zastave vrednostnih papirjev pri centralni banki ali

pa iz kakih drugih vzrokov, ker vsaj v začetni fazi ne bodo listinile vsega povprek, ampak se bo to začelo postopoma. Tako bodo imele banke dva vira, iz katerih bodo zaračunavale dobiček oz. izgubo, kar pa bo dodatno zapletalo analizo.

2.5.4 RAČUNOVODSKO POROČANJE IN RAZKRITJA

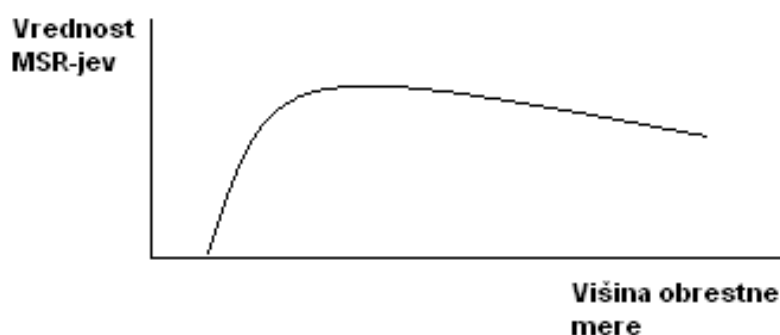
Z vidika poročanja so zelo pomemben problem pri listinjenju tudi že omenjeni zadržani instrumenti. Poročanje finančnih institucij o zadržanih instrumentih se je izboljšalo šele leta 2006, ko je stopil v veljavo že omenjeni FAS 156. Ta računovodski standard je razširil zbirko zadržanih finančnih instrumentov, ki jih je treba vrednotiti po pošteni vrednosti, med drugim tudi MRS-je. Pred tem je veljal FAS 140, ki je zahteval zgolj minimalna razkritja v povezavi z listinjenjem sredstev, kar pa je pomenilo veliko nepreglednost nad tovrstnimi posli.

Kljub temu da se je poročanje o tovrstnih poslih izboljšalo, še vedno obstaja problem pri ovrednotenju tveganj, povezanih z listinjenjem na podlagi podanih razkritij, saj so informacije večkrat podane na predpostavkah, ki niso realne.

Stephen G. Ryan (2007, str. 216) ugotavlja, da družbe oz. finančne institucije kljub temu, da podrobno sledijo pravilom FAS 140, še vedno s svojimi razkritji do neke mere zavajajo. Pri MRS-jih, ki jih banka obdrži zase pri listinjenju hipotekarnih posojil s fiksno obrestno mero, obstaja tveganje predplačila (angl. *prepayment risk*). Praktično nemogoče je pravilno oceniti, kakšno je tveganje predplačil, saj je verjetnost predplačila nelinearna funkcija obrestne mere. Vrednost MRS-jev, ki jih banka obdrži zase, je tako v veliki meri odvisna od gibanja tržnih obrestnih mer.

Če se tržne obrestne mere znižajo pod fiksno obrestno mero, ki jo plačuje posojiljemalec, bo ta stimuliran k odplačilu obstoječega dolga in refinanciranju po nižji tržni obrestni meri. Posojiljemalec s tem, ko odplača posojilo, ne plača vseh obresti, ampak samo do takrat, ko je imel izposojen denar (ob predpostavki, da ni pogodbene kazni ob predčasnem odplačilu), kar pa spremeni vrednost bodočih denarnih tokov MSR-jev in tako vrednost zadržanih MSR-jev v bilanci stanja. Funkcija vrednosti MSR-jev v odvisnosti od višine obrestne mere naj bi bila videti približno tako kot na sliki 6: strmo naj bi padala ob znižanju obrestne mere pod obrestno mero, ki jo je banka zahtevala, ko je dala posojilo.

Slika 6: Vrednost MSR-jev glede na višino obrestne mere



Vir: S. Ryan, *Financial Instruments and Institutions*, 2007, str. 180.

Ryan (2007, str. 216) navaja, da so nekatere banke pri poročanju o tveganju predplačil uporabile kar linearno funkcijo, in ne take, kot je na sliki 6, kljub temu pa niso kršile računovodskih pravil.

2.5.5 EMPIRIČNE RAZISKAVE

Landsman et al. (2008, str. 1251–1272) so opravili raziskavo, s katero si lahko pomagamo pri vprašanju, ali imajo investitorji listinjenje za resnično prodajo. Poskušali so ugotoviti, ali delniški trg obravnava listinjena sredstva in obveznosti do virov sredstev, ki jih ima SPE v svoji bilanci, za sredstva in obveznosti do virov sredstev, ki pripadajo družbi originatorju oz. banki.

Raziskava je pokazala, da kljub temu, da pravno in računovodsko gledano ni tako, **delniški trg zaznava** SPE-jeva sredstva in obveznosti do virov sredstev **kot del originatorja oz. banke**. Torej naj bi tveganja in nagrade pri prodaji SPE-ju ostali pri družbi originatorju in ne SPE-ju.

Raziskava je tudi pokazala, da vrednost zadržanih instrumentov, ki so posledica transakcij listinjenja, vpliva na percepcijo investitorjev glede stopnje prenosa tveganja in nagrad na SPE.

Rezultati so tudi pokazali, **da ima trg listinjenje za nepopolno prodajo**, ne glede na to, ali gre za listinjenje, pri katerem originator obdrži veliko ali malo instrumentov v svoji bilanci stanja.

2.6 KVALIFICIRANE DRUŽBE S POSEBNIM NAMENOM

Kot smo spoznali, je eno od vprašanj pri listinjenju, ali originator s prodajo sredstev prepusti tudi nadzor nad njimi. FAS 140 opredeljuje kvalificirane družbe s posebnim namenom (angl. *Qualified Special Purpose Entities / QSPE*), ki omogočajo banki, da zaobide njihovo konsolidiranje. QSPE naj bi dosegale kriterije pasivnih⁶ družb, ločenih od originatorja, katerih namen je zgolj distribucija denarnega toka, generiranega s sredstvi SPE-ja.

Da se lahko QSPE izogne kriterijem, po katerih bi jo moral originator konsolidirati, poteka listinjenje največkrat v dveh stopnjah. Transakcije, pri katerih bi originator že prek prve stopnje ohranil vrednostne papirje, ki prenašajo tveganja na investitorje neproporcionalno, naj se načeloma ne bi mogle izogniti kriterijem za konsolidacijo, saj v tem primeru ne bi mogli govoriti, da gre za opustitev nadzora nad sredstvi. Družbo bi originator po tem takem moral konsolidirati. Originator zaradi tega razloga opravi dvostopenjsko listinjenje in se tako izogne temu problemu. Sredstva najprej plasira v navaden SPE, ki je v celoti v lasti originatorja in ima še dodatno lastnost, da ob stečaju originatorja ne gre v stečajno maso. V naslednjem koraku omenjeni SPE plasira sredstva naprej v QSPE, ki izda vrednostne papirje različnim investitorjem, lahko tudi originatorju. Tega problema se Ameriški odbor za računovodske standarde zaveda, zato pripravlja številne popravke v FAS 140 pod poglavjem pogojev, ki opredeljuje pojem nadzora v praktičnih primerih (Ryan, 2007, str. 207–208).

⁶ Pasivna družba je tista, ki je povezana z originatorjem, vendar je originator ne konsolidira. Nasprotno je aktivna družba, ki je prav tako povezana z originatorjem, toda jo ta konsolidira.

Poseben problem glede teh družb je tudi ta, da je veliko tovrstnih družb tako imenovanih čezmorskih gospodarskih družb (angl. *Off-shore entities*), kar pomeni, da so pod jurisdikcijo neke druge države, največkrat take, ki slovi kot davčna oaza. To postavlja ne samo vprašanje konsolidacije, ampak tudi vprašanja za davčne urade. Vpliv sodobnih finančnih inovacij na davčne izide finančnih institucij in družb je prav tako zelo aktualna tema, saj je veliko finančnih inovacij ne samo »računovodsko motiviranih«, ampak tudi »davčno motiviranih«.

2.7 DRUŽBE SPREMENLJIVIH INTERESOV

V besedilu že omenjene družbe spremenljivih interesov so sporna realnost trenutnih ameriških računovodskih pravil. Mnogi računovodski strokovnjaki se tako kot za QSPE že dalj časa tudi za VIE-je zavzemajo, da se jih izbriše iz računovodskih standardov.

VIE-ji so nastali, ko je januarja 2003 Ameriški odbor za računovodske standarde izdal dopolnilo FIN 46 k računovodskemu standardu FAS 140, da bi poskušal urediti konsolidacijo SPE-jev in ostalih družb, v katerih lastniki kapitala ne nosijo primarnih tveganj. Izdaji FIN 46 je v decembru sledila še revidirana izdaja FIN 46(R). Ta je izpopolnila pristop glede na tveganja in nagrade (angl. *risk-and-rewards-based approach*) h konsolidaciji ter postavila strožja pravila, a kljub temu ne postavlja nadzora nad družbo kot ključnega za konsolidacijo družbe.

Ryan (2008, str. 238–239) navaja kriterije, ki morajo biti izpolnjeni, da lahko govorimo o družbi spremenljivih interesov. Ti kriteriji so:

- Kapitalski vložek v družbo (VIE) je premajhen, da bi družba brez dodatnih sredstev katerega od udeležencev (angl. *parties*) lahko financirala svoje dejavnosti. To velja takrat, ko znaša lastniški kapital (angl. *equity*) 10 % ali pa manj glede na vire sredstev. Lastniškega kapitala ne smejo zagotoviti ostale družbe, ki zagotavljajo vire sredstev VIE-ju, prav tako ne smejo ostale družbe zagotavljati poročstva investitorjem v lastniški kapital VIE-ja.
- Investitorji v lastniški kapital družbe ne smejo primarno nositi tveganj za pričakovano izgubo niti ne smejo biti primarno udeleženi pri dobičku družbe. Z drugimi besedami: od družbe ne smejo imeti primarnih koristi in tako biti »primarni upravičenci« (angl. *primary beneficiary*).
- Investitorji v lastniški kapital ne smejo imeti možnosti odločati o dejavnostih družbe, ki bi imele pomemben učinek na poslovni uspeh družbe.

Fin 46(R) izključuje določene oblike družb, ki bi utegnile ustrezati tem trem kriterijem. Taka družba je že omenjena kvalificirana družba s posebnim namenom QSPE po FAS 140, ki je ne konsolidiramo. Velika večina SPE-jev je VIE-jev, ker, kot že omenjeno v poglavju o QSPE-jih, investitorji v lastniški kapital ne smejo imeti kontrolnih pravic, velikokrat pa tudi zaradi drugih razlogov. Vendar VIE-jem ni treba biti tudi SPE-ji, ker definicija VIE-jev ne omejuje poslovnih dejavnosti, ki bi jih ti utegnili imeti (Ryan, 2007, str. 238–239).

Po FIN 46(R) konsolidacija VIE-jev ne temelji na glasovalnih pravicah družbenikov, ampak na drugih vrstah povezav z družbo. Povezave z družbo ima originator listinjenja na primer lahko preko deleža v lastniškem kapitalu, preko pogodb ali pa kakih drugih povezav z družbo. (Ryan, 2007, str. 239).

Povezave z VIE-jem so možne tudi preko tveganega dolga, ki ga ima originator do družbe, garancij, ki jih izda originator na sredstva družbe, izvedenih finančnih instrumentov, ki bi utegnili absorbirati tveganja družbe, ter managerskih plačil, vezanih na uspešnost družbe. Med potencialne povezave ne smemo šteti normalnih kompenzacij za opravljene posle originatorja z družbo. **Družba mora konsolidirati VIE, če pričakuje, da bo absorbirala večino VIE-jeve izgube ali pa prejela večino VIE-jevega pričakovanega dobička.** Kadar bi neka stran absorbirala večino VIE-jeve pričakovane izgube, druga pa večino pričakovanega dobička, mora tista stran, ki absorbira izgubo, konsolidirati VIE. Kot torej že omenjeno, glasovalne pravice nimajo nobene vloge pri odločitvi o konsolidaciji odvisne družbe (Ryan, 2007, str. 240).

Ryan (2007, str. 240) navaja poenostavljen primer, ki se glasi takole:

Pričakujemo, da bodo denarni tokovi, ki jih bodo generirale investicije VIE-ja v naslednjem letu, naslednji: 0 ameriških dolarjev z verjetnostjo 40 %, 10 ameriških dolarjev z verjetnostjo 30 %, 20 ameriških dolarjev z verjetnostjo 20 % in 40 ameriških dolarjev z verjetnostjo 10 %. Predpostavimo, da je obrestna mera, ki jo bomo uporabili pri diskontiranju, 10-odstotna. Sedanja vrednost investicij VIE-ja je po tem takem ($10 \text{ USD} * 0,3 + 20 \text{ USD} * 0,2 + 40 \text{ USD} * 0,1$)/1,1 = 10 ameriških dolarjev. VIE bo zabeležil izgubo, če bo denarni tok ali 0 ali pa 10 ameriških dolarjev. Diskontirano to pomeni 0 ameriških dolarjev in 9,09 ameriškega dolarja ter tako izgubo 10 ameriških dolarjev in 0,91 ameriškega dolarja v drugem primeru. Pričakovana izguba znaša tako 4,27 ameriškega dolarja. VIE bo zabeležil dobiček, če bodo denarni tokovi ali 20 ali pa 40 ameriških dolarjev, kar pomeni diskontirano 18,11 in 36,36 ameriškega dolarja ter s tem dobiček 8,11 in 26,36 ameriškega dolarja. Pričakovani dobiček znaša tako ($8,18 \text{ USD} * 0,2 + 26,36 \text{ USD} * 0,1$) = 4,27 ameriškega dolarja. Pričakovani dobiček je v našem primeru enak pričakovani izgubi, ker se oboje računa relativno glede na pričakovanja. Če investitor v SPE pričakuje izgubo, večjo od 2,14 ameriškega dolarja (kar je polovica pričakovanih izgub ali pa dobičkov), ali dobičke, večje od tega zneska, mora družbo konsolidirati.

FIN 46(R) je tudi ostreje nastopil glede povezanih oseb. Če vzamem za primer Enron, v katerem so bili kot investitorji v lastniški kapital SPE-ja vpeti zaposleni v Enronu ter značilni drugi ljudje, so v FIN 46(R) z družbo povezane osebe opredeljene veliko širše kot kjer koli drugje v Ameriških računovodskih standardih.

FIN 46(R) za z družbo povezane osebe šteje tiste, ki:

- so odvisne od finančne podpore družbe originatorja listinjenja;
- prejemajo sredstva za svoje naložbe v VIE kot posojilo družbe originatorja;
- jim ni treba razkrivati svojih investicij v VIE;
- so bivši zaposleni v družbi originatorju;
- so vodilni zaposleni v družbi.

FIN 46(R) je pripomogel k pogostejši konsolidaciji SPE-jev, kot pa je bila praksa pred tem, kljub temu da je bilo tudi nekaj družb, ki so bile po starih pravilih konsolidirane, sedaj nekonsolidiranih (Ryan, 2007, str. 241).

2.7.1 RAČUNOVODSKO POROČANJE

Ryan (2007, str. 242) navaja razkritja, ki jih zahteva FIN 46(R) glede VIE-jev na podlagi »primarnih upravičencev« in ostalih udeležencev v VIE-ju, ki bi lahko postali »primarni upravičenci«. Ta razkritja vključujejo naslednje:

- naravo, namen, velikost in dejavnosti VIE-ja;
- vrednost in klasifikacijo sredstev, ki se uporabljajo kot kritje za VIE-jeve obveznosti (samo »primarni upravičenci«);
- naravo in namen investiranja v VIE, ko se začne, ter maksimalno izpostavljenost potencialni izgubi (samo ostali udeleženci);
- pojasnilo, zakaj zahtevane informacije iz FIN 46(R) niso bile podane.

2.7.2 PROBLEMI, KI JIH POVZROČAJO DRUŽBE SPREMENLJIVIH INTERESOV

Kljub temu da je FIN 46(R) pomembna izboljšava v smeri dodatnih razkritij in konsolidacije, ki je prerasla tradicionalna pravila konsolidacije na podlagi glasovalnih pravic oz. nadzora nad družbo, je prinesel nove probleme in ista vprašanja v obdobju po Enronu. Problem so predvsem odzivi in posledice, ki so se pojavile ob implementaciji tega pravila, ki povzročajo nadaljevanje iste zgodbe.

Že omenjeni komercialni papirji, zavarovani z raznovrstnimi sredstvi, so postali sporna tema tega pravila. V nasprotju z navadnimi komercialnimi papirji, ki jih izdajajo družbe z visoko boniteto in banke na svoje dobro ime, so ti varovani z določenimi finančnimi sredstvi in so tako, kot že omenjeno, priljubljen predmet v procesu listinjenja, s tem pa nastanejo pomembni problemi, ki so se pojavili s tem pravilom FIN 46(R).

Prvi med njimi je **problem kapitalske ustreznosti bank**. Že pred tem omenjeni ABCPC-ji, ki izdajajo tovrstne zadolžnice (ABCP-je), ustrezajo definiciji VIE-ja. Banke bi jih kljub temu, da niso lastniško vključene v tovrstne družbe, po FIN 46(R) morale konsolidirati, saj, kot že omenjeno, imajo na te instrumente izdane garancije ali izvedene finančne instrumente, kot so npr. opcije, dajejo pa tem družbam tudi posojila, kar jih lahko naredi »primarne upravičence«. Konsolidacija teh VIE-jev bi vplivala na količnik ustreznosti kapitala banke, tako imenovani Tier 1, kar bi povzročilo potrebo po povišanju kapitala.

Ob implementaciji tega pravila banke niso potrebovale veliko časa, da so dobile odgovor nanj, delno pa so jim šli na roko tudi regulatorji, ki v ZDA opredeljujejo pravila za izračun količnika kapitalske ustreznosti.

Regulatorji⁷ so najprej sprejeli začasen ukrep, s katerim izključujejo zahtevo po vključitvi tovrstnih sredstev v izračun o kapitalski ustreznosti banke, v drugi fazi pa so sprejeli, da se tovrstna sredstva sicer upoštevajo v izračunu, vendar v bistveno manjšem obsegu, kot bi bilo to potrebno ob upoštevanju pravila FIN 46(R) (Summary of Certain Bank Regulatory and Accounting Issues Affecting Bank-Sponsored ABCP Programs, 20 marec 2007, str. 6).

⁷ Office of the Comptroller of the Currency (Treasury Department), Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation in Office of Thrift Supervision (Treasury Department).

Naslednji problem so **verige nadaljnjih računovodsko motiviranih transakcij in tehnik**, saj so banke po implementaciji FIN 46(R) iznašle nove tehnike, ki jim omogočajo, da se izognejo konsolidaciji VIE-ja. Razvile so vrednostni papir, ki absorbira pričakovano izgubo (angl. *Expected Loss Note / ELN*) in ki predstavlja najbolj podrejeno možno investicijo oz. povezavo z družbo. Imetnik tega sredstva prvi absorbira izgubo in tako nosi največje tveganje.

Gre za vrednostni papir, ki ga izda VIE zgolj z namenom, da se matična banka izogne konsolidaciji VIE-ja. ELN-ji pred letom 2002 niso obstajali in so tako popolnoma računovodsko motivirana izmišljotina. ELN kupijo različni skladi tveganega kapitala in ostali investitorji, željni visokih donosov. Ti investitorji opravijo tako imenovano »konsolidacijsko storitev« banki s tem, ko konsolidirajo družbo v svojo bilanco stanja v zameno za visok donos. Z ELN-ji banka tako del svojih potencialnih dobičkov oz. izgub porazdeli z drugim investitorjem **ravno v takem obsegu**, da ji ni treba konsolidirati VIE-ja (Bens & Monahan, 2007, str. 1036–1037 in 1064).

Motivacijo investitorjev, da opravijo banki to »konsolidacijsko storitev«, dajejo predvsem donosi, ki ob majhnih vložkih v VIE znašajo tudi do 25 %, kljub temu da je zgodovinska verjetnost propada družbe ABCP zgolj 0,1 % (Bens & Monahan, 2007, str. 1036–1037 in 1064).

2.7.3 PRIMERA IZ PRAKSE (JP MORGAN CHASE, CITIGROUP)

Ameriška banka JP Morgan Chase poroča, da je tveganja oz. povezave z nekaterimi VIE-ji, ki vsebujejo CDO-je, porazdelila z ELN-investitorji, ki pa jih ne navaja, poudarja pa, da nima nobene povezave z njimi in da v prihodnosti teh vrednostnih papirjev ne misli odkupiti nazaj ali jih kakor koli finančno podpirati. (Računovodsko poročilo banke JP Morgan Chase za leto 2007).

Več kot tega v poročilu na to temo ni mogoče razbrati, zanimivo pa bi bilo vedeti, kdo so ti ELN-investitorji. Kljub temu da je bilo takrat mogoče ekonomsko upravičeno v zameno za visok donos sodelovati v tem poslu kot ELN-investitor, ko se še ni vedelo, kakšne izgube bodo dejansko nastale iz tovrstnih poslov, dvomim, da je bankam uspelo prodati te ELN-je kot enkratno transakcijo drugim v letu 2008.

Tako dobro kot banki JP Morgan Chase pa glede komercialnih papirjev po poročanju tiskovne agencije Bloomberg ni šlo njeni tekmici banki Citigroup, ki je imela za 25 milijard ameriških dolarjev prodanih opcij na likvidnost komercialnih papirjev. Citigroup je moral tako kupiti te vrednostne papirje, ko jih nihče ni hotel. Papirji so se tako znašli v bilanci stanja, izguba iz vrednotenja po pošteni vrednosti pa je znašala skupno 4,3 milijarde ameriških dolarjev za četrto četrtletje leta 2007 in 3,1 milijarde ameriških dolarjev za prvo četrtletje 2008 (Bloomberg, 14. julij 2008).

Ta in še vrsta drugih primerov pričajo o tem, da ti papirji niso tako nedolžni, za kar so jih imeli regulatorji, ko so bankam omogočili, da pravilo FIN 46(R) v tem primeru ne velja oz. kasneje ne velja v takem obsegu.

2.7.4 TRENUTNI TRENDI GLEDE VIE-JEV

Morebitni popravki, ki jih je priporočal Ameriški odbor za računovodske standarde v septembru 2008 glede FAS 140 in FIN 46(R), ne bodo vplivali samo na transakcije, povezane s QSPE, ampak tudi na VIE-je.

Predlagane spremembe gredo v smeri ključnih sprememb v FIN 46R, kar naj bi spremenilo metodologijo, po kateri se bo določalo, katera stran mora konsolidirati VIE iz sedanje metodologije, za katero so pomembne nagrade in tveganja, nazaj na metodologijo konsolidacije na podlagi nadzora nad družbo.

Družbe tudi v tem primeru v svojih poročilih nočejo podati izjav glede morebitnega bodočega vpliva na finančni položaj družbe, dokler se odbor glede tega ne opredeli dokončno, kar pa se pričakuje, da se bo zgodilo v prvem četrtletju leta 2009 (Finančni poročili za tretje četrtletje iz leta 2008 zavarovalnice AIG in banke JP Morgan Chase).

3 DRUGE OBLIKE FINANČNIH INOVACIJ

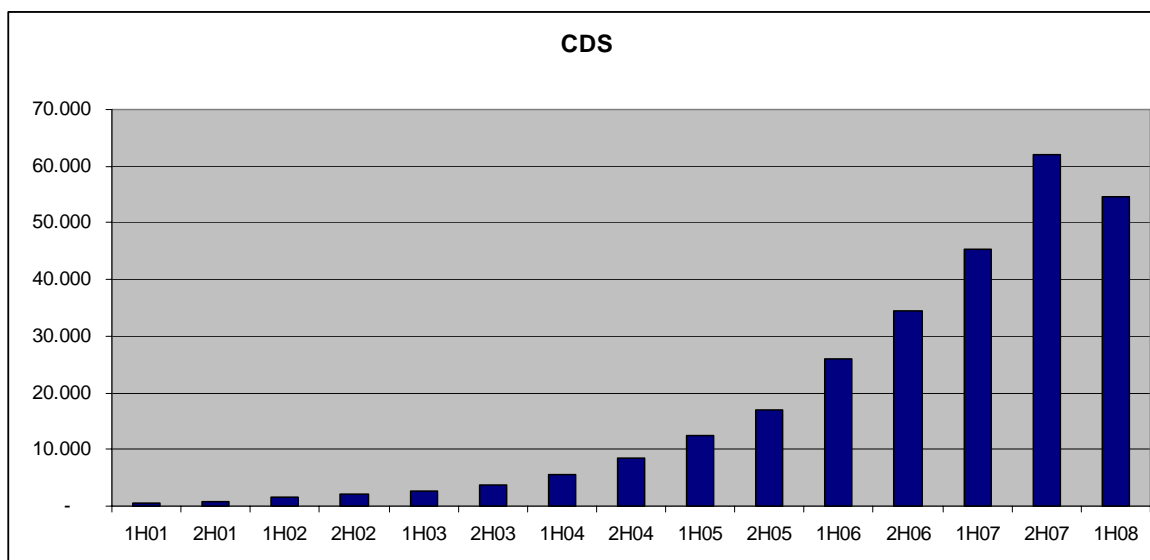
Poleg listinjenja so trenutno najbolj aktualne finančne inovacije, ki povzročajo različne računovodske probleme, tudi kreditni izvedeni finančni instrumenti s svojo najpogostejšo obliko – kreditno zamenjavo (angl. *Credit Default Swap / CDS*). Računovodske probleme pri sodobnih finančnih inovacijah povzročajo tudi strukturirani in hibridni finančni instrumenti.

3.1 KREDITNI DERIVATIVI KOT FINANČNE INOVACIJE

Z računovodskega vidika so ene najbolj spornih finančnih inovacij kreditni izvedeni finančni instrumenti, ki zaradi svojih specifičnih lastnosti ne dosegajo želene preglednosti investitorjev, saj se knjižijo v zunajbilančne postavke, kar lahko povzroči visoko kreditno izpostavljenost, ne da bi se to poznalo v bilanci stanja.

Tako kot ostale sodobne finančne inovacije so tudi kreditni izvedeni finančni instrumenti v zadnjih letih dosegali vrtoglave rasti, med njimi se najpogosteje navaja CDS. Rast transakcij s tem finančnim instrumentom je prikazana na sliki 7.

Slika 7: Vrednost izdanih pogodb CDS na zadnji dan polletja v določenem letu v milijardah ameriških dolarjev



Vir: Statistični podatki agencije ISDA, 2008.

Tudi pri tem instrumentu je rast skoraj eksponentna, kar je posledica njegove popularnosti v zadnjih nekaj letih. Po statističnih podatkih agencije ISDA se je seštevek nominalnih vrednosti izdanih pogodb CDS v prvem polletju leta 2008 sicer znižal za 12 % na 54,6 trilijona ameriških dolarjev, kar je predvsem posledica zastoja trga CDO-jev, na katere je bilo izdano veliko CDS-jev, pa tudi propad investicijske banke Lehman Brothers, katere dolg je bil prav tako zavarovan s CDS-ji.

3.2 KREDITNA ZAMENJAVA

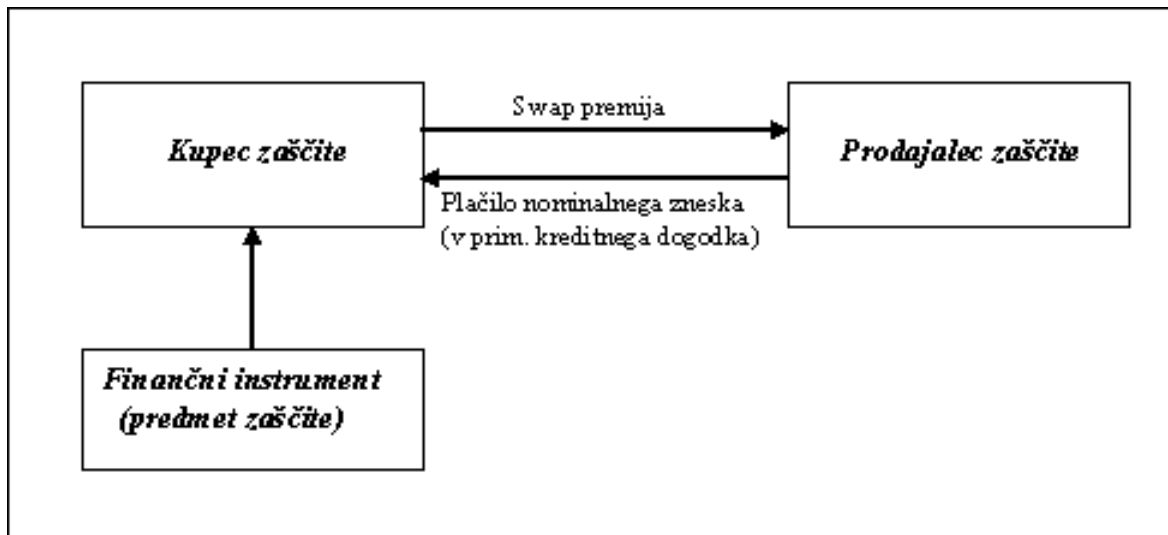
Kreditna zamenjava je med kreditnimi izvedenimi finančnimi instrumenti daleč najbolj priljubljena. Med vsemi kreditnimi izvedenimi instrumenti je CDS najenostavnejša oblika prenosa kreditnega tveganja.

CDS se uporablja za prenos kreditne izpostavljenosti na prodajalca zaščite pred kreditnim dogodkom. Tako je njegov prvovrstni namen varovanje pred kreditnim tveganjem neke referenčne enote⁸, ki ima izdano referenčno obveznost⁹. CDS se lahko glasi na korporacijski, državni ali bančni dolg. Ilustrativni primer CDS-ja lahko vidimo na sliki 8.

⁸ Gospodarska družba, finančna institucija ali država.

⁹ Obveznica ali posojilo.

Slika 8: Kreditna zamenjava



Vir: M. Anson, F. Fabozzi, M. Choudhry & R. Chen, *Credit derivatives: instruments, applications, and pricing*, 2004, str. 48.

Pri CDS-ju kupec zaščite plačuje tako imenovano »swap premijo« prodajalcu zaščite v zameno za pravico poplačila, specificirano glede na kreditni dogodek referenčne enote. Skupek plačil kupca imenujejo tudi premijska noga plačila (angl. *premium leg*), potencialno plačilo prodajalca pa zaščitna noga plačila (angl. *protection leg*) (Anson, Fabozzi, Choudhry & Chen, 2004, str. 47–48).

CDS je najpogosteje izdan za pet let, možne so tudi drugačne dobe veljavnosti pogodbe, vendar je pri tem treba biti pozoren na likvidnost in globino trga. Swap premija se navadno plačuje četrtletno, cena premije pa se oblikuje na trgu OTC glede na špekulacije o kreditnem položaju referenčne enote.

V praksi najdemo CDS-je, ki se lahko glasijo zgolj na določen podjetniški ali državni dolžniški vrednostni papir, lahko pa tudi na določeno košarico le-teh. Košarice največkrat zajemajo od tri do pet referenčnih enot. V splošnem so znane tri različne vrste CDS-jev, izdanih na košarico referenčnih enot glede na poplačilo obveznosti prodajalca zaščite, če pride do kreditnega dogodka:

- kreditne zamenjave n-tega kreditnega dogodka (angl. *nth-to-default swaps*);
- podrejene kreditne zamenjave, izdane na košarico referenčnih enot (angl. *subordinate basket default swaps*);
- nadrejene kreditne zamenjave, izdane na košarico referenčnih enot (angl. *senior basket default swaps*).

Za prvega je značilno, da prodajalec zaščite izplača svojo obveznost, ko pride do kreditnega dogodka »n-te« referenčne enote. Če imamo npr. pet referenčnih enot in kreditno zamenjavo prvega kreditnega dogodka (angl. *first-to-default basket swaps*), se poplačilo obveznosti sproži, če pride do kreditnega dogodka zgolj pri eni od referenčnih enot. Pri kreditni zamenjavi drugega kreditnega dogodka (angl. *second-to-default basket swap*) pa mora priti do nastanka kreditnega dogodka pri dveh enotah, da je prodajalec zaščite obvezan poravnave obveznosti (Anson et al., 2004, str. 52).

Pri podrejenih kreditnih zamenjavah, izdanih na košarico referenčnih enot, sta opredeljeni najvišje možno plačilo obveznosti prodajalca zaščite (seveda relativno glede na velikost pogodbe) ob kreditnem dogodku specifične entitete in tudi maksimalno agregatno plačilo. Če je tako na primer maksimalno plačilo 6 mio evrov pri kreditnem dogodku prve enote in agregatni znesek 10 mio evrov, potem imamo kot kupec zaščite še 4 mio evrov možnega poplačila pri kreditnem dogodku naslednje enote (Anson et al., 2004, str. 52–53).

Pri nadrejenih kreditnih zamenjavah, izdanih na košarico referenčnih enot, pa imamo ravno tako neko maksimalno vrednost ob kreditnem dogodku prve enote, toda do plačila pride šele, ko izgube presežejo določeno vrednost (Anson et al., 2004, str. 52–53).

Pri razlaganju CDS-ja je izjemno pomembno omeniti tudi **kreditni dogodek**. Specifikacije, ki se nanašajo na kreditni dogodek, so najpomembnejša sekcija v prospektu CDS-ja, saj bo na podlagi tega določeno plačilo obveznosti prodajalca zaščite. Agencija ISDA v svoji objavi Credit Derivatives Definitions iz leta 1999 navaja osem možnih kreditnih dogodkov, in sicer:

- stečaj družbe;
- prenehanje obstoja družbe zaradi združitve;
- neplačilo obresti, kupona ali glavnice katerega koli dolga družbe;
- posebna oblika neplačila obresti, kupona ali glavnice na kateri koli dolg družbe;
- znižanje kreditne ocene družbe;
- nezmožnost poplačila določene dovolj velike obveznosti;
- izpodbijanje veljavnosti, izogibanje ali zanikanje dolžnosti poravnave določenega dela ali pa večine obveznosti;
- prestrukturiranje družbe.

Naslednji stvari, ki ju pri razlaganju CDS-ja ne moremo izpustiti, sta **vrednost poplačila (angl. *termination value*)** in **poravnava (angl. *settlement*)**. Plačilo, ki ga mora plačati prodajalec zaščite, se izračuna takrat, ko se zgodi kreditni dogodek, odvisno pa je od specifične poravnave, ki je zapisana v pogodbi. Možni sta tako denarna kot fizična poravnava.

Pri denarni poravnavi bi bila lahko vrednost plačila izračunana kot razlika med nominalno vrednostjo referenčne obveznosti in njeno tržno vrednostjo takrat, ko se je zgodil kreditni dogodek.

Pri fizični poravnavi pa kupec ob nastanku kreditnega dogodka dostavi referenčno obveznost prodajalcu, ki mora kupiti dostavljeno sredstvo po nominalni vrednosti. Pogodba mora v tem primeru vsebovati tudi alternativne referenčne obveznosti, ki jih prav tako lahko dostavi kupec, saj je v praksi na primer lahko izdanih tudi več CDS-jev na določeno družbo, kot pa ima ta družba izdanih obveznic. Pri kreditnem dogodku referenčne enote mora imetnik CDS-ja, izdanega na to referenčno enoto, če v svojem portfelju nima referenčne obveznosti te enote, na trgu kupiti eno od alternativnih referenčnih obveznosti, ki jih dovoljuje pogodba. Racionalno je, da kupi najcenejšo (angl. *cheapest to delivery / CTD*).

CDS se v praksi največ uporablja z namenom varovanja pred kreditno izpostavljenostjo do določene obveznice kot instrument varovanja pred tveganji (angl. *hedge instrument*).

Anson et al. (2004, str. 69) navajajo tudi uporabnost CDS-ja v primeru, ko želi upravljalec premoženja zamenjati del ali pa celotno izpostavljenost do obveznic nekega sektorja z nekim drugim sektorjem. Tako lahko kupi CDS, izdan na obveznice prvega sektorja, in hkrati izda CDS na obveznice določenega drugega sektorja. Avtorji nadalje še navajajo možnost uporabe CDS-ja v povezavi s tako imenovanimi dolžniškimi vrednostnimi papirji, ki omogočajo izpostavo kreditnemu tveganju (angl. *Credit Linked Notes / CLN*) za doseg izboljšane donosa.

3.3 STRUKTURIRANI IN HIBRIDNI FINANČNI INSTRUMENTI

V praksi se beseda strukturirani instrument uporablja za instrument, ki je sestavljen iz vsaj dveh instrumentov, čeprav se nekateri tovrstni instrumenti uporabljajo že tako pogosto, da jih ima večina tržnih igralcev za navadne (angl. *plain vanilla*) instrumente.

Eden od tovrstnih enostavnejših primerov strukturiranega produkta bi bila lahko obveznica z možnostjo odpoklica. V tem primeru imamo dva instrumenta, in sicer navadno obveznico ter nakupno opcijo (angl. *call option*). Beseda strukturiran je v svetu financ zelo širok pojem, ne nazadnje se med strukturirane produkte uvršča tudi večina instrumentov, ki so posledica listinjenja. Tak primer so npr. večkrat omenjeni CDO-ji, ABS-ji in številni ostali produkti v procesu listinjenja, v katerem se oblikujejo (strukturirajo) tranše.

Ekonomski smisel zahtevnejših strukturiranih instrumentov je večkrat vprašljiv, kljub temu pa obstajata dva ekonomsko upravičena razloga za njihov obstoj.

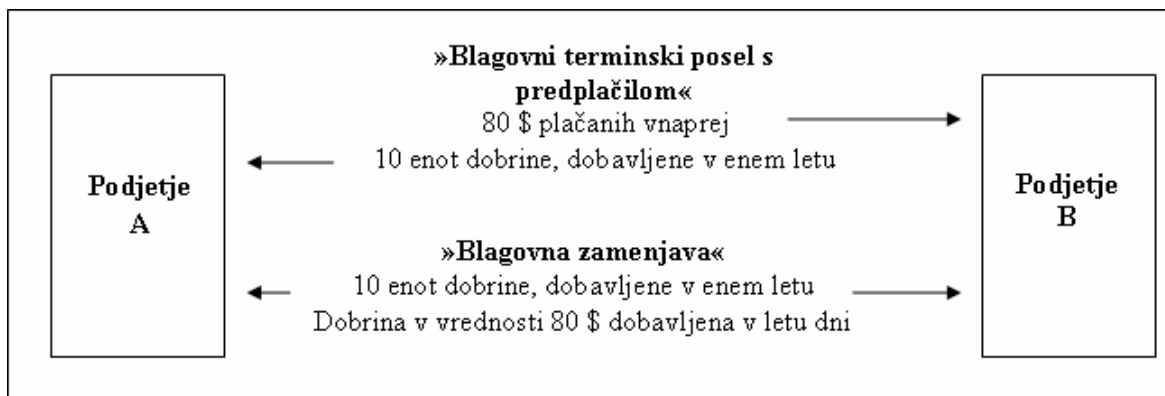
Prvi naj bi bil ta, da ti instrumenti združijo več instrumentov v en sam instrument in s tem izničijo ali omejijo določeno nezaželeno lastnost nekega posameznega instrumenta. S tem se znižajo tudi transakcijski stroški.

Drugi razlog naj bi bil ta, da se s temi finančnimi instrumenti lahko izognemo določenim tveganjem v primerjavi s posameznimi instrumenti iz celotnega sklopa na podoben način kot pri pogodbah, za katere velja tako imenovano netiranje.

Kljub temu so zahtevnejši strukturirani instrumenti in transakcije zaradi svoje zapletenosti in problemov, ki jih povzročajo računovodstvu, večkrat računovodsko motivirani. Taka motivacija je npr. zunajbilančna obravnava instrumenta ali »manipuliranje« dobička. To smo lahko zasledili tudi že v poglavju o listinjenju.

Probleme, ki jih računovodstvu povzročajo strukturirane transakcije, bomo najlažje spoznali ob primeru strukturirane blagovne transakcije s predplačilom (angl. *commodity prepay transaction*).

Slika 9: Primer strukturirane blagovne transakcije s predplačilom



Vir: S. Ryan, *Financial Instruments and Institutions*, 2007, str. 248.

Ta strukturirana transakcija je sestavljena iz enega vnaprejšnjega plačila in enega instrumenta varovanja pred tveganji. Instrumenta sta vsebinsko povezana, toda ob zapadlosti se ne netirata. Za poenostavitev primer ne upošteva časovne vrednosti denarja.

Prvi instrument, tako imenovani blagovni terminski posel s predplačilom (angl. *Prepaid commodity forward*), zahteva od družbe A, da plača 80 ameriških dolarjev vnaprej družbi B v zameno za obljubo 10-ih enot neke dobrine, dobavljene v enem letu. Drugi instrument, tako imenovana blagovna zamenjava (angl. *Commodity swap*), ki bo zapadla v enem letu, zahteva od družbe B, da dobavi družbi A enote dobrine v vrednosti 80 ameriških dolarjev, medtem ko se družba A zaveže, da bo družbi B dobavila 10 enot neke dobrine. Če obe družbi izpolnita dogovorjeno, potem je neto izid tak, da družba A plača družbi B denar 80 ameriških dolarjev vnaprej v zameno za dobrine v vrednosti 80 ameriških dolarjev, dobavljene v enem letu. Torej, več ali manj enako enoletnemu posojilu v vrednosti 80 ameriških dolarjev družba A družbi B. Kljub temu je lahko, če ni netiranja in katera od družb ne izpolni dogovora, izid precej drugačen kot pri posojilu. Če družba B ne izpolni dogovora pri blagovnem terminskem poslu s predplačilom, **se mora družba A še vedno držati dogovora** pri blagovni zamenjavi in plačati družbi B, če je cena ob datumu poravnave višja od 8 ameriških dolarjev na enoto. Če je takrat cena npr. 10 ameriških dolarjev na enoto, bo družba A morala družbi B plačati 20 ameriških dolarjev (10 enot * 10 USD na enoto – 80 USD) (Ryan, 2007, str. 247–248).

3.4 RAČUNOVODSKI PROBLEMI OBRAVNAVANIH FINANČNIH INOVACIJ

3.4.1 PROBLEMI PRI RAČUNOVODSKI OBRAVNAVI KREDITNE ZAMENJAVE

FAS 161 je računovodski standard, ki ureja nekaj več vprašanj glede računovodske obravnave instrumentov varovanja pred tveganji in izvedenih finančnih instrumentov kot njegov predhodnik FAS 133.

FAS 161 je marca 2008 objavil Ameriški odbor za računovodske standarde in je zavezujoč za računovodska poročila družb od 15. novembra 2008 dalje. V novem FAS 161 glede CDS-ja ni mogoče zaznati ključnih sprememb, ki bi korenito spremenile metodo računovodske obravnave CDS-ja, saj so nekateri kreditni izvedeni finančni instrumenti še vedno problematični z vidika računovodske obravnave in ne ustrezajo v celoti definiciji

izvedenega finančnega instrumenta, kot je opredeljena v FAS 133. Glede kreditne zamenjave si moramo tako še vedno pomagati s FAS 133.

Anson et al. (2004, str. 277) navajajo, da FAS 133 zahteva, da se vsi izvedeni finančni instrumenti prepoznajo kot sredstva ali viri sredstev v bilanci stanja, merjeni po pošteni vrednosti. FAS 133 razdeli izvedene finančne instrumente v štiri kategorije:

- **Izvedeni finančni instrumenti, ki nimajo namena biti uporabljeni kot instrumenti varovanja pred tveganji.**
To so instrumenti, katerih namen ni varovanje pred padcem vrednosti nekega drugega instrumenta, ampak je njihov cilj zaslužek. Dobiček ali izguba pri tovrstnih instrumentih se mora pripoznati v izkazu poslovnega izida.
- **Izvedeni finančni instrumenti, ki varujejo sredstva ali instrument, pripoznan po pošteni vrednosti.**
Dobiček ali izguba pri tovrstnih instrumentih, ki so po tej definiciji tako imenovani instrumenti varovanja poštene vrednosti (angl. *fair value hedges*), kot tudi morebitni ostanki, če se izgube in dobički pri varovanju pred tveganji ne izničijo v celoti, se pripoznajo v izkazu poslovnega izida.
- **Izvedeni finančni instrumenti, ki varujejo denarni tok nekega instrumenta.**
Del dobička oz. izgube izvedenih finančnih instrumentov, uporabljenih za varovanje transakcij denarnega toka, mora biti pripoznan kot komponenta popravka kapitala. Z drugimi besedami: dobički in izgube, povezani z izvedenimi finančnimi instrumenti, ki varujejo denarni tok (angl. *cash flow hedges*), niso takoj zabeleženi v izkaz poslovnega izida, ampak se beležijo v popravku kapitala v pasivi bilance stanja, vse dokler dejansko ne pride do denarnega toka. Takrat se akumulirani dobiček ali izguba prenese v poslovni izid.
- **Izvedeni finančni instrumenti, ki se uporabljajo pri varovanju pred valutnimi tveganji.**
Tovrstni izvedeni finančni instrumenti, ki varujejo uporabnika pred padcem vrednosti tuje valute, se pripoznajo tako, kot je bilo omenjeno v drugi kategoriji.

Glede na namen uporabe naj bi kreditni izvedeni finančni instrumenti ustrezali prvima dvema kategorijama. Torej: ali uporaba z namenom zaslužka ali z namenom varovanja pred padcem vrednosti nekega drugega instrumenta ali sredstva.

Kreditni izvedeni finančni instrumenti, ki so vključeni v varovanje nekega drugega tveganega instrumenta, kot je na primer CDO, zahtevajo drugačno obravnavo. Za uporabo samo CDS-ja, ne da je ta strukturiran v neki drugi produkt, lahko ostanemo pri standardu FAS 133. Problem nastane, ko se vprašamo, ali lahko kreditni izvedeni finančni instrument ustreza definiciji izvedenega finančnega instrumenta po standardu FAS 133. V strokovnih krogih obstajata odgovora da in ne (Anson et al., 2004, str. 278).

Nadalje je mogoče razbrati, da večina kreditnih izvedenih instrumentov ustreza tej definiciji, nekateri pa tudi ne. Šesti odstavek v standardu FAS 133 definira izvedeni finančni instrument, ta široka definicija pa zaobide določene kreditne izvedene finančne instrumente, kot so na primer »CLN-ji z vključenimi finančnimi instrumenti«, »kreditne opcije« ter tudi najpopularnejša in najpogosteje uporabljena »kreditna zamenjava«. Pri

CDS-ju je glavni kriterij, po katerem je prodajalec zaščite dolžan poravnati obveznost, kreditni dogodek. Ni **torej dovolj, da kupcu zaščite pade vrednost referenčnega instrumenta, ampak se mora zgoditi kreditni dogodek** (Anson et al., 2004, str. 278–279).

To pa ni v skladu z lastnostjo izvedenega finančnega instrumenta, ki se odziva na variabilnost nekega referenčnega instrumenta. Res je sicer, da se spreminja vrednost CDS-ja na podlagi cene referenčnega instrumenta, toda do realne poravnave ne pride, če se kreditni dogodek ne zgodi. Tako je CDS-ju omogočeno, da zaobide računovodske zahteve iz standarda FAS 133.

CDS po drugi strani ni niti zavarovalniški produkt, saj ne ustreza niti definiciji zavarovalniškega produkta. New York Insurance Department ugotavlja, da izvedeni finančni instrumenti niso zavarovalne pogodbe, vse dokler so upniki upravičeni do poplačila kljub temu, da niso utrpeli nobene izgube zaradi nastanka škodnega dogodka (Weithers, 2007, str. 46).

Računovodski strokovnjaki tako CDS premetavajo iz enega koša v drugega, bankam pa posredno omogočajo neregulirano uporabo tega instrumenta. Mislim, da je zanimivo vprašanje, ali bi bil CDS še vedno tako popularen, če bi izpolnjeval kriterije, ki bi ga uvrščali med zavarovalniške produkte. To bi zahtevalo temu primerno računovodsko obravnavo, kar pa bi pomenilo oblikovanje rezervacij na pasivni strani bilance stanja zaradi morebitne izgube. Verjamem, da bi bila bilanca stanja večine bank povsem drugačna, če bi morala banka oblikovati rezervacije na pasivni strani bilance stanja zaradi morebitne izgube. Mislim, da bi tovrstno dejanje povzročilo bistveno manjši sorazmerni delež kapitala v virih sredstev in s tem pomembno, če ne kar ključno, razliko v finančnem položaju banke. Hitro bi se pojavilo tudi vprašanje kapitalske ustreznosti bank.

Mogoče je bojazen pred posledicami, ki bi sledile, če bi se CDS obravnaval kot zavarovalniški produkt, razlog, zakaj je CDS-ju omogočen tak status. Vseeno se mi zdi pomembno to, da pripravljajo ustanovitev klirinške hiše, ki bo zahtevala začetno kritje za tovrstne pogodbe, kar je pomemben ukrep k regulaciji tega trga. Kljub temu še vedno obstaja črna luknja v finančnem poročanju o tovrstnih poslih, ki glede na svojo velikost nimajo nedolžnega vpliva na finančni položaj institucije.

Da bi problem lahko spoznali tudi iz prakse, sem izbral dve finančni instituciji, ki sta v trenutni krizi polnili številne časopisne strani. To sta ena največjih ameriških bančnih skupin **JP Morgan Chase** in največja ameriška zavarovalniška skupina **AIG**.

Če primerjamo poslovni poročili največje ameriške zavarovalniške skupine na svetu AIG za leto 2007 in za tretje četrletje leta 2008, bomo opazili, da so posli s CDS-ji neprimerljivo bolje pojasnjeni v četrletnem poročilu za leto 2008 kot v letnem za leto 2007. Res je sicer, da so se ključni padci za AIG relevantnih cen instrumentov CDO zgodili v letu 2008, toda pogodbe CDS za te izjemno tvegane instrumente so se sklepale že pred tem. Jasnejše četrletno poročilo gre mogoče razumeti tudi s tem, da je AIG v letu 2008 dobil državno pomoč.

Zelo zanimivo se mi tudi zdi primerjati razkritja zunajbilančnih postavk za pogodbe CDS na dan 31. 12. 2007 in 30. 9. 2008, ki pokažejo, kako močan vpliv imajo lahko zunajbilančne postavke na finančni položaj družbe.

Slika 10: Razkritja zunajbilančnih postavk nekaterih pogodb CDS

CDS-ji izdani na:	Nominalna vrednost tveganih CDS pogodb (v mio USD)		Izguba	
	31.12.2007	30.9.2008	31.12.2007	30.9.2008
CLO	70.000	53.767	226	1.308
CDO	78.000	80.301	11.246	19.868

Vir: Računovodski poročili družbe AIG za leto 2007 in tretje četrtletje 2008.

Iz slike 10 je lepo razvidno, da se je kljub temu, da se seštevek nominalnih vrednosti pogodb CDS 30. 9. 2008 v segmentu »CDO« glede na 31. 12. 2007 ni bistveno spremenil, izguba pri teh pogodbah povečala kar za 77 %.

V segmentu »CLO« se je izguba ob koncu tretjega četrtletja 2008 kljub prenehanju oz. zapadlosti nekaterih pogodb glede na konec decembra 2007 povečala kar za 579 %. Kljub temu, da ni analitično korektno primerjati izgube tromesečja z letno izgubo, mislim, da je podatek za namen te analize prav tako pomemben.

Iz omenjenega primera bi težko trdil, da so bili investitorji sposobni iz zunajbilančnih postavk in ostalega poročanja razbrati tveganje, ki je bremenilo družbo. Če bi imel AIG oblikovane rezerve zaradi morebitnih izgub pri tovrstnih instrumentih, prav gotovo ne bi naenkrat videli takega opustošenja v izkazu poslovnega izida.

Če pogledamo še poslovna poročila ene največjih ameriških bank JP Morgan Chase, lahko le s težavo zasledimo kako omembo produkta CDS, čeprav naj bi po neuradnih informacijah ta institucija, ki je CDS tudi prva začela tržiti v letu 1996, imela kar tretjino tega trga, vrednega več kot bruto družbeni proizvod celotnega sveta. Iz računovodskega poročila za tretje četrtletje 2008 je mogoče razbrati nekaj več podatkov o kreditnih izvedenih finančnih instrumentih. V zunajbilančni evidenci je mogoče zaznati, da je imel JP Morgan 30. 9. 2008 4.524 milijard izdanih kreditnih izvedenih finančnih instrumentov in 4.637 milijard kupljenih.

S tem si ne moremo niti pomagati niti razbrati, ali gre za CDS ali kake druge instrumente. Vsekakor skupna izpostavljenost kreditnih izvedenih instrumentov v znesku več kot devetih trilijonov ameriških dolarjev ni majhna vsota za banko z nekaj več kot 100 milijard ameriških dolarjev tržne kapitalizacije. Seveda je odvisno, kateri dolg ščitijo te pogodbe, torej na katere referenčne instrumente se nanaša teh 4.524 milijard ameriških dolarjev vrednih transakcij, in pri kom se je JP Morgan zavaroval z nakupom teh ali kakih drugih pogodb v približno enakem znesku. Te relacije so investitorjem skrite, kakšen vpliv pa bodo imele na finančni položaj družbe, bomo videli šele v prihodnje.

Določene izboljšave, ki bi utegnile omiliti omenjene probleme, je mogoče zaznati v že omenjenem standardu FAS 161, ki pa ne predstavlja neke korenite rešitve s področja, ki ga pokriva. Da predlagane rešitve v standardu FAS 161 ne bodo bistvene, lahko razberemo tudi iz finančnega poročila za tretje četrtletje leta 2008 ameriške finančne institucije JP Morgan Chase & Co, v katerem je navedeno, da bo standard vplival na poročanje o izvedenih finančnih instrumentih in dejavnostih varovanja pred tveganji (angl. *hedging activities*), vendar pa ne bo vplival na konsolidirano bilanco stanja, izkaz poslovnega izida in izkaz denarnega toka.

Kljub temu menim, da bo FAS 161 investitorju dal možnost, da natančneje presodi tveganja, povezana s tovrstnimi instrumenti. FAS 161 navaja, da bodo morale finančne institucije v finančnem poročilu pojasniti:

- kako in zakaj družba uporablja izvedene finančne instrumente;
- kako so izvedeni finančni instrumenti pripoznani po FAS 133 in sorodnih interpretacijah;
- kako izvedeni finančni instrumenti vplivajo na bilanco stanja, izkaz poslovnega izida in izkaz denarnega toka.

Ameriški odbor za računovodske standarde navaja, da se glede denarnega toka osredotoča predvsem na to, da mora družba navesti potencialne vplive na likvidnostni položaj družbe ob morebitnih bodočih zahtevah po dodatnem kritju ali pa denarnih odlivih zaradi spremembe cene izvedenih finančnih instrumentov.

Naslednja pomembna stvar, ki jo zahteva ta standard, so razkritja teh instrumentov in dejavnosti varovanja v tabelarni obliki, ki bo omogočila transparentnejši pregled razkritij izvedenih finančnih instrumentov. Tabelarne oblike si lahko pogledate v prilogah št. 2, 3 in 4.

3.4.2 RAČUNOVODSKI PROBLEMI STRUKTURIRANIH INSTRUMENTOV

Že pri obravnavanju strukturiranih instrumentov je bilo mogoče opaziti, da je glavni problem pri strukturiranih transakcijah ta, da gre pri neizpolnitvi obveznosti za bistveno drugačno stvar kot pri posojilu. Kot že omenjeno, pri posojilu posojilodajalec ne plača posojilojemalcu, kadar slednji ne izpolni obveznosti, prav tako pa tudi višina posojilodajalčeve izgube, če posojilojemalec ne izpolni svojih obveznosti, ni vezana na ceno neke dobrine, kot je v primeru iz slike 9 (Ryan, 2007, str. 248).

Strukturirane transakcije imajo tako zelo različne posledice ob neizpolnitvi obveznosti, kot jih ima posojilo, čeprav gre v osnovi za zelo podobno stvar. Tovrstne razlike velikokrat povzročajo računovodsko motivirane poslovne odločitve, kar lahko zamegli resnično finančno podobo družbe.

Naslednje je tako vprašanje računovodskega poročanja o teh poslih z vidika pravičnega prikaza finančne podobe družbe. Ena od možnosti je ta, da je vsak instrument posebej zabeležen na bilanci stanja, ne pa kot enoten produkt, kot je npr. posojilo. V tem primeru bi družba B za blagovni terminski posel s predplačilom zabeležila neke vrste obveznost do virov sredstev, pri blagovni menjavi pa sredstvo ali obveznost do virov sredstev, odvisno od cene dobrine in tega, ali bi bil ta instrument vrednoten po pošteni vrednosti v skladu s hierarhijo uporabe metod vrednotenja, ki jih bom naštel v poglavju o pošteni vrednosti. V odsotnosti dogovora o netingu bi beleženje teh poslov spodbudilo še vprašanje o tržnem tveganju, saj bi v tem primeru imeli vsak instrument zabeležen posebej in bi tako izžareval svoje tržno tveganje. Ekonomska logika strukturirane transakcije tukaj tako ne bi imela smisla. Če pa gledamo na transakcijo kot en instrument, imamo samo kreditno tveganje, kar je tudi edini smisel za strukturiranje te transakcije, to pa pomeni, da bi morali tudi uporabniki računovodskih izkazov imeti tovrsten pogled na instrument in ne na posamezne dele.

3.4.3 RAČUNOVODSKI PROBLEMI HIBRIDNIH (FINANČNIH) INSTRUMENTOV

Veliko strukturiranih instrumentov ali delov teh instrumentov je zaradi svojih posebnih značilnosti tako imenovanih hibridov. Hibridni (finančni) instrumenti imajo zato podobne probleme kot strukturirani.

V svetu financ je poznanih veliko vrst hibridnih finančnih instrumentov, prav tako pa tudi hibridnih nefinančnih instrumentov, ki imajo enake značilnosti kot prvi.

Strukturirana transakcija iz slike 9 vsebuje tudi tako imenovani hibridni instrument. Blagovni terminski posel s predplačilom kljub temu, da ni finančni instrument, zaradi fizične poravnave ob zapadlosti odseva značilnosti hibridnega instrumenta. To pomeni, da ni niti posojilo niti izvedeni finančni instrument, ampak mešanica obojega, ki se ob zapadlosti poravna kot en instrument (Ryan, 2007, str. 249).

Hibridni finančni instrumenti tako postavljajo dvoje vprašanj, s katerima se Ameriški odbor za računovodske standarde trenutno ukvarja. Najprej: ali naj bodo finančni instrumenti razstavljeni na dele. Torej naj bi bil na primer blagovni terminski posel s predplačilom razstavljen na posojilo in zamenjavo cene blaga (angl. *commodity price swap*).

Razstavljanje hibridnega finančnega instrumenta zna biti zelo zahtevno, predvsem zaradi težavnosti določitve smiselnih razstavljenih instrumentov in visoke subjektivnosti pri tej odločitvi.

Drugič: kako bomo klasificirali hibridne finančne instrumente v bilanci stanja, če ti kot skupek ne ustrezajo nobeni primerni klasifikaciji. Postavlja se vprašanje, ali naj bo npr. blagovni terminski posel s predplačilom klasificiran kot posojilo in tako vrednoten po odplačni vrednosti (angl. *amortised costs*) ali pa kot izvedeni finančni instrument, vrednoten po pošteni vrednosti, ali na kak drugačen način. Posledično se postavi vprašanje tudi glede denarnega toka: kako naj bo torej blagovni terminski posel s predplačilom klasificiran v izkazu denarnih tokov (Ryan, 2007, str. 249).

3.4.4 TRENUTNI TRENDI GLEDE PROBLEMOV, POVEZANIH S STRUKTURIRANIMI IN HIBRIDNIMI FINANČNIMI INSTRUMENTI

Hibridne instrumente v ZDA trenutno ureja računovodski standard FAS 155 (2006), ki daje možnost, da se ti vrednotijo po pošteni vrednosti tako v bilanci stanja kot izkazu poslovnega izida. Družba ali finančna institucija se lahko izogne razstavljanju instrumenta in tako ohrani njegov ekonomski smisel. Seveda ta možnost odpira novo vprašanje in tako postavlja pod vprašaj primerljivost računovodskih izkazov med seboj.

Ryan (2007, str. 250) navaja, da so ti instrumenti precej aktualna stvar, računovodske rešitve s tega področja pa so pri Ameriškem odboru za računovodske standarde pogosto predmet strokovnih razprav. Projekti na to temo, ki jih trenutno izvajajo pri tem odboru, potekajo predvsem v naslednjih treh smereh:

- razstavljanje na dele;
- možnost vrednotenja celote po pošteni vrednosti;

- izboljšano poročanje in ustrezna klasifikacija tovrstnih instrumentov v računovodski znanosti.

Zapletena narava hibridnih instrumentov sega po zahtevah po boljši obveščenosti uporabnikov računovodskih poročil glede teh kompleksnih struktur. Pri Ameriškem odboru za računovodske standarde se tako trudijo izboljšati poročanje in ustrezneje klasificirati tovrstne instrumente.

4 RAČUNOVODSKI PROBLEMI PRI VREDNOTENJU OBRAVNAVANIH FINANČNIH INOVACIJ

Računovodski problemi, ki se nanašajo na vrednotenje sodobnih finančnih inovacij, so zelo aktualna tema, saj mnogi povezujejo tovrstne probleme kot pomemben prispevek h krizi, v kateri se nahajamo. Nekateri opozarjajo, da je prav vrednotenje po pošteni vrednosti glavni problem trenutne finančne krize, s čimer se mnogi ne strinjajo.

Tudi jaz se ne strinjam s tem, da je vrednotenje po pošteni vrednosti glavni oz. pomembnejši dejavnik trenutne krize, ampak ravno nasprotno. Mislim, da je vrednotenje po pošteni vrednosti edini pravi pristop k računovodstvu finančnih instrumentov, saj menim, da vliva več zaupanja vlagateljev kot pa alternativne metode vrednotenja.

Pomen knjiženja poslov po pošteni vrednosti in s tem upoštevanje najprej tržnih vrednosti finančnih instrumentov je izpostavila tudi Barbara Roper, direktorica Centra za varstvo investitorjev pri Ameriški agenciji za varstvo potrošnikov, z naslednjo izjavo: »Vrednotenje po tržnih cenah (angl. *mark-to-market*) omogoča investitorjem, da zaupajo v to, kar družbe poročajo o sebi. Če ljudje ne zaupajo računovodskim izkazom, in v teh časih jim ne, potem je logično, da niso pripravljene investirati in posojati denarja. Pomemben razlog, zakaj banke jeseni 2008 niso hotele posojati denarja, je tudi to, da ne vedo, kdo bo naslednji, ki bo propadel, in tako ne zaupajo informacijam, ki jih je mogoče dobiti iz računovodskih izkazov.« (Kestenbaum, 2008)

Tudi v ostalih računovodskih strokovnih krogih prevladuje mnenje, da je vrednotenje po pošteni vrednosti najprimernejša oblika vrednotenja finančnih instrumentov, če zanje obstaja relevanten, dovolj likviden trg. V nadaljevanju bo mogoče opaziti, da večkrat ni tako, zato nastajajo s tem povezani problemi.

V Evropi so glede poštene vrednosti še bolj odločni kot v ZDA, saj mednarodni računovodski standard, tako imenovani MSRP 7, ki v Evropi ureja finančne instrumente, že zahteva vrednotenje vseh finančnih instrumentov po pošteni vrednosti. Ko bo tudi Ameriški odbor za računovodske standarde uvedel to zahtevo, bodo GAAP in mednarodni računovodski standardi korak bližje kompatibilnosti (FAS 161, 2008).

4.1 VREDNOTENJE INSTRUMENTOV PO POŠTENI VREDNOSTI

4.1.1 DEFINICIJA POŠTENE VREDNOSTI

Slovenski računovodski standardi (2006) opredeljujejo pošteno vrednost kot znesek, za katerega je mogoče zamenjati sredstvo ali s katerim je mogoče poravnati obveznost ali za katerega je mogoče zamenjati podeljen kapitalski instrument med dobro obveščenima in voljnima strankama v poslu, v katerem sta medsebojno neodvisni in enakopravni.

4.1.2 HIERARHIJA VREDNOTENJA PO POŠTENI VREDNOSTI

FAS 157 (2006) opredeljuje tri ravni v hierarhiji vrednotenja po pošteni vrednosti.

Prva raven narekuje upoštevanje najprej kotiranih cen identičnih instrumentov na aktivnem trgu. Entiteta, o kateri se poroča, mora imeti možnost prodaje na dan sestave računovodskega poročila. Taki instrumenti so npr. delnice v indeksu S&P 500, na organiziranem trgu kotirane terminske pogodbe ali opcije, državne obveznice in še kaj bi se našlo.

Druga raven navaja v primeru, da instrument ne dosega prve ravni, uporabo kotiranih cen podobnih instrumentov, cene istih instrumentov na nelikvidnih trgih, ostale relevantne kotirane cene na podlagi korelacije z referenčnim instrumentom. V to kategorijo spadajo instrumenti, kot so korporacijske obveznice, s katerimi se ne trguje pogosto, nekateri MBS-ji in ABS-ji.

Tretja raven zahteva uporabo metod, ki temeljijo na subjektivni presoji družbe glede lastnih sredstev, je pa treba presojno spremeniti, če obstaja dokaz, da bi drugi tržni osebki isto sredstvo vrednotili drugače. V to skupino spadajo investicije v kapital neke družbe, ki ne kotira na organiziranem trgu, ostanki listinjenja, ki jih obdrži originator, in kapitalska tranša (angl. *equity tranche*) CDO-ja.

4.2 PROBLEMI S SOLVENTNOSTJO IN LIKVIDNOSTJO FINANČNIH INSTITUCIJ

Glavni problem glede vrednotenja po pošteni vrednosti se pojavi, ko likvidnost igra pomembno vlogo. Ob krizah bodo tržne cene mogoče prej izražale oslABLJENO likvidnost na trgu kot pa moč sredstev za ustvarjanje bodočih denarnih tokov (Allen & Carletti, 2007, str. 358).

V tem primeru zagotovo ni dobro upoštevati tržnih cen pri ocenjevanju vrednosti sredstev finančne institucije, saj se institucija lahko hitro znajde v nesolventnosti. Analiza iz študije *Mark-to-market accounting and liquidity pricing* Franklina Allena in Elene Carletti je pokazala, da šok v zavarovalniški in bančni industriji lahko povzroči padce sredstev finančne institucije pod njihove vire sredstev in jo posledično pahne v nesolventnost. Če bi se uporabljala metoda izvirne vrednosti (angl. *historic costs accounting*), bi bile finančne institucije lahko še naprej solventne, kar pa zagotovo ni zanemarljiva razlika (Allen & Carletti, 2007, str. 358).

V zadnjih letih je bilo veliko strokovnih razprav o tem, ali naj bi se tudi pri finančnih institucijah upoštevala metoda vrednotenja sredstev po pošteni vrednosti. Na eni strani

strokovnjaki zagovarjajo, da gre pri vrednotenju po pošteni vrednosti za relevantno in pravo vrednost sredstev finančne institucije, na drugi strani so tisti, ki pravijo, da vrednotenje po pošteni vrednosti vnaša nepotrebno umetno volatilitnost. Allan in Carlettijeva (2007) menita, da zaradi tovrstnega načina vrednotenja bilanca stanja finančnih institucij izkazuje bolj kratkoročno nestanovitnost trgov kot pa pravo vrednost sredstev na dolgi rok.

Allan in Carlettijeva (2007) tudi trdita, da uporaba računovodske metode vrednotenja po izvorni vrednosti ob krizah prav tako ne daje finančnim institucijam garancije za njihovo solventnost. V nasprotnem primeru, ko se uporabljajo trenutne tržne cene, volatilitnost le-teh neposredno vpliva na vrednost finančnih sredstev banke, kar lahko vodi v visoke odpise vrednosti in povzroča temu posledične odločitve tako vodstva kot investitorjev. Vrednotenje po tržni ceni tudi sproži verižni učinek v celotnem finančnem sektorju. Finančne institucije tako lahko postanejo nesolventne kljub temu, da bi bile sposobne poravnati svoje obveznosti do zapadlosti sredstev.

Tega problema se je zavedal tudi FED, saj je utemeljil svojo potezo za rešitev zasebnega sklada Long Term Capital Management leta 1998 s tem, da bi ob likvidaciji sklada prišlo do nadaljnjih likvidacij, kar bi povzročilo spiralo navzdol (angl. *downward spiral*) v finančnem sektorju (Allan & Carletti, 2007, str. 359).

Allan in Carlettijeva (2007) tudi menita, da ob uporabi metode vrednotenja glede na trenutne cene obstaja možnost, da vodstvo finančne institucije sprejema določene odločitve za zagotovitev solventnosti institucije, ki jih sicer ne bi. Te drugačne odločitve sprejema tudi, če v panogi ni nobenega šoka, kar pa postavlja pod vprašaj optimalnost odločitev.

Lep primer problemov z likvidnostjo ob uporabi metode vrednotenja sredstev glede na trenutne tržne cene je tudi ameriška zavarovalniška skupina AIG. Da je družba lahko dobila državno pomoč, se je moral predsednik uprave AIG-ja M. Sullivan zagovarjati pred ameriškim kongresom. Sullivan se pri pojasnjevanju vzrokov, ki so družbo pripeljali na rob bankrota, ni izgovarjal na padec nepremičninskega trga ali slabe poslovne odločitve managementa, ampak je kot krivca za težave družbe izpostavil računovodsko pravilo vrednotenja po pošteni vrednosti.

Sullivan je pojasnil, da nekatera sredstva AIG-ja naenkrat niso bila več na voljo za trgovanje, saj likvidnosti praktično ni bilo. AIG je na veliko izdajal in odpiral tako imenovane kratke pozicije¹⁰ (angl. *short position*) v pogodbah CDS, kar pa ob nastali kreditni krizi ni bil ravno zdrav del portfelja družbe. Sullivan je argumentiral, da bi bila, če bi moral AIG zapreti »kratke pozicije« v CDS-jih, cena umetno nizka. Trdil je, da je tehnika vrednotenja po tržnih cenah spremenila računovodske izkaze AIG-ja v katastrofo (Kestenbaum, 2008).

S tem da je računovodsko pravilo krivo za probleme AIG-ja, se v celoti ne bi strinjal. Glavni vzrok za krizo AIG-ja so bili (in lahko da še bodo) tako imenovani pozivi h kritju (angl. *margin calls*), ki so zahtevali, da londonska podružnica AIG-ja, ki je bila glavni vzrok za opustošenje AIG-jevega konsolidiranega izkaza poslovnega izida, položi kritje proti svojim slabim stavam na CDS-trgu. V tem primeru gre za realni denarni tok, torej za

¹⁰ Špekulacija na padec cene določenega instrumenta.

pravi denar, ki ga AIG ni imel in ki se bo resda lahko vrnil, če se stanje na trgu referenčnih CDO-jev in drugih za AIG relevantnih instrumentov izboljša, lahko pa se tudi ne.

Glede vseh omenjenih problemov s solventnostjo in likvidnostjo finančnih institucij se je Ameriški odbor za računovodske standarde, po poročanju tiskovne agencije Bloomberg, 30. septembra odločil, da tehnika vrednotenja po tržnih cenah ne bo veljala za nekatere instrumente, med njimi tudi številne ABS-je. Pomembno je vedeti predvsem to, da bodo banke to »olajšanje« upoštevale že pri izdelavi letnih računovodskih poročil za leto 2008. (Bloomberg, 23. december 2008)

4.3 Z VREDNOTENJEM PO POŠTENI VREDNOSTI POVEZANI PROBLEMI PRI RAČUNOVODSTVU VAROVANJA PRED TVEGANJI

Če vzamemo za primer CDS, ki lahko npr. varuje določen referenčni instrument pred kreditnim dogodkom, lahko opazimo pomembne probleme. S CDS-ji se da na sekundarnem trgu enostavno trgovati, prav tako kot na primer z obveznicami, ki spadajo v investicijski razred (angl. *investment grade*). CDS je tako precej likviden finančni instrument. Na drugi strani imamo lahko posojilo (varovano s CDS-jem), ki pa je načeloma nelikvidno sredstvo, saj ga držimo do zapadlosti (angl. *Hold to Maturity / HTM*). Po metodi poštene vrednosti je treba CDS kot finančni instrument, katerega cena se določa na trgu, vrednotiti temu primerno, torej po že omenjeni metodi vrednotenja po tržnih cenah, kar pa vnaša variabilnost. Na drugi strani se posojilo ali obveznica, ki jo imamo do zapadlosti, vrednotita po metodi računovodenja na podlagi poslovnih dogodkov (angl. *accrual accountinga*), kar povzroča razhajanja pri varovanju.

Velikokrat se v praksi pojavlja tudi problem, da se odgovorni za obvladovanje tveganj v bankah odločajo za varovanje nekih obveznosti, ki imajo različne ročnosti, s petletnimi CDS-ji. Odgovorni za obvladovanje tveganj se za to odločajo, ker so petletni CDS-ji veliko bolj likvidni. Tovrstno početje prinaša še dodatne posledice za izkaz poslovnega izida, če se ročnosti enega in drugega instrumenta toliko razlikujeta, da posojilo in CDS po FAS 133 ne ustrezata več računovodstvu varovanja pred tveganji. V tem primeru bosta morala biti dobiček ali izguba pri instrumentu varovanja pred tveganji pripoznana v izkazu poslovnega izida, popravek vrednosti posojila (angl. *impairment*) pa v popravku kapitala v bilanci stanja. (Yarish & Hurdal, 2003, str. 29).

Za praktični primer bom vzel družbo WorldCom. World Com je imel julija leta 2001 posojilo v vrednosti 100 milijonov ameriških dolarjev, ki je bilo varovano s petletnim CDS-jem. Prvih nekaj mesecev je bil CDS kar dobra zaščita bančnega posojila, februarja leta 2002 pa sta se začeli vrednosti enega in drugega nesorazmerno razlikovati. Razlog je bil v tem, da se je kreditni razpon na WorldComove obveznosti izjemno razširil takoj, ko so v javnost prišle informacije o finančnih problemih posojilojemalca. Posojilodajalec je tako moral zaradi previsoke divergence posojila in njegovega instrumenta varovanja pred tveganji ob upoštevanju standarda FAS 133 prikazati dobiček v izkazu poslovnega izida (angl. *P&L*) v vrednosti 71 %, ni pa smel v izkazu uspeha prikazati 19-odstotnega popravka vrednosti posojila. Če bi WorldCom bankrotiral že v februarju, bi moral posojilodajalec popravek vrednosti posojila prikazati v izkazu uspeha, saj bi imeli tehten razlog, da posojilojemalec ne bo mogel v celoti poravnati posojila. Neto efekt varovanja bi moral biti v tem primeru približno nič (Yarish & Hurdal, 2003, str. 29–31).

Glede tovrstnih računovodskih problemov vrednotenja po pošteni vrednosti pri računovodenju varovanja pred tveganji je rešitev praktično nemogoča, kajti edina možnost, ki bi omogočala, da se dejavnosti varovanja in varovani instrumenti optimalno prekrivajo, bi bila aplikacija vrednotenja po pošteni vrednosti za vsa ekonomska sredstva. Vsekakor je pozitivno, da gre Ameriški odbor za računovodske standarde v smeri vrednotenja vseh finančnih instrumentov po pošteni vrednosti in daje možnost za aplikacijo te metode tudi pri hibridnih finančnih instrumentih. Kljub temu se moramo zavedati, da bomo vedno imeli določene oblike sredstev, kot so dobro ime in ostala neopredmetena sredstva, ki jih ne bo mogoče vrednotiti po pošteni vrednosti, še vedno pa jih bo mogoče ščititi z določenimi finančnimi instrumenti.

4.4 OSTALI ARGUMENTI PROTI VREDNOTENJU PO POŠTENI VREDNOSTI

Nekateri argumentirajo, da je variabilnost, ki jo vrednotenje po pošteni vrednosti vnaša v računovodske izkaze, nepotrebna, ker ima le majhno moč napovedovanja bodočih denarnih tokov (Ryan, 2007, str. 139–140).

Nekateri tudi menijo, da tako kot ni poštena vrednost primerna za vrednotenje nelikvidnih sredstev, tako tudi ni relevantna za vrednotenje zapletenih struktur, kot so produkti listinjenja (Ryan, 2007, str. 139–140).

Tretji pomemben in relevanten argument je tudi ta, da finančni instrumenti, kot so terjatve do imetnikov kreditnih kartic, depoziti, lizing in zavarovalniške pogodbe, vsebujejo tudi različne relacije do strank, ki niso finančne narave, ali pa kake druge nefinančne elemente. Vrednotenje teh delov po pošteni vrednosti bi pomenilo izločitev teh vrednosti iz kalkulacije po pošteni vrednosti, kar pa lahko povzroči še več problemov in kompleksnosti. Ameriški odbor za računovodske standarde se tega problema zaveda, zato se odloča, katero smer vrednotenja naj izbere v tem primeru (Ryan, 2007, str. 139–140).

4.5 PROBLEM VREDNOTENJA Z UPORABO MATEMATIČNIH MODELOV

Problem je tudi ta, da veliko vrednotenj CDO-jev in podobnih produktov strukturiranih financ temelji na matematičnih modelih, saj zanje ni relevantnega trga. Tisto, kar je sporno, je predvsem to, da se obnašanja ljudi ne da matematizirati, kar dokazuje tudi trenutna kriza, pri kateri se je izkazalo, da je verjetnostna funkcija, na kateri temeljijo številni matematični modeli vrednotenja CDO-jev, podana več kot preoptimistično.

Verjetnost določenega dogodka se določa na podlagi statističnih podatkov iz preteklih let, ko je bil finančni sistem drugačen kot sedaj, kar pa postavlja pod vprašaj tudi relevantnost dobljenih informacij o verjetnostih določenega dogodka v prihodnje. Omejene možnosti vrednotenja produkta z uporabo preteklih podatkov pa povečujejo možnost računovodske manipulacije vrednosti instrumenta. Investitorji so imeli tako možnost, da se ravnajo zgolj po kreditnih ocenah za določen instrument različnih bonitetnih hiš, katerih ocene pa so bile omejene z zgoraj omenjenim problemom matematičnih modelov.

SKLEP

Na podlagi obravnavane literature in virov ter analiz računovodskih izkazov in njihovih razkritij sklepam, da obstajajo številni problemi, ki jih ima računovodska stroka pri obravnavi nekaterih sodobnih finančnih inovacij.

Pri obravnavi literature sem prišel do ugotovitev, da so nekatere inovacije tako zapletene in pomanjkljivo poročane, da se je nemogoče popolnoma zavedati tveganja, ki nam preti ob vzpostavitvi poslovnega sodelovanja z institucijo, kar mislim, da je bilo mogoče spoznati tudi v mojem diplomskem delu. Tako bi rad ponovno opozoril vse uporabnike računovodskih izkazov finančnih institucij, da dobro pretehtajo in se zavedajo vseh tako računovodskih kot tudi regulatornih pomanjkljivosti sodobnih finančnih inovacij, ki sem jih navajal v diplomskem delu.

Glede na obravnavano literaturo ugotavljam, da so sodobne finančne inovacije finančnim institucijam omogočile, da zaobidejo pravila, ki prav njih varujejo pred morebitnim bankrotom. Z obravnavanimi instrumenti se lahko banke tako izognejo regulatornim pravilom glede kapitalske ustreznosti kot tudi skrivajo tveganja zunaj svojih bilanc. Strinjam se, da smo bili in da bomo vedno priča novim finančnim inovacijam, kljub temu pa mislim, da bi Ameriški odbor za računovodske standarde in ostali regulatorji finančnih trgov v ZDA lahko naredili več.

Po obravnavi ustrezne literature sem tudi spoznal, da je kriza v ZDA najbolj prizadela banke, ki so imele največ zunajbilančnega dolga. Brez intervencije centralnih bank in vlad po vsem svetu bi bili v letu 2008 priča popolnemu sesutju finančnega sistema, saj so banke izgubile tisto, kar jih tudi naredi banke, to pa je zaupanje. Brez zaupanja ni bančništva, zaupanja pa se ne da graditi s skrivanjem dolga v zunajbilančnih postavkah.

LITERATURA IN VIRI

1. Allen, F. & Carletti, E. (2008). Mark-to-market accounting and liquidity pricing. *Journal of Accounting & Economics*, 45, 358-378.
2. Annual Report 2007. American International Group, inc.
3. Annual Report 2007. JP Morgan Chase & Co.
4. Anson, M., Chen, R., Choudhry M. & Fabozzi, F. (2004). *Credit derivatives: Instruments, Applications, and Pricing*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
5. Bens, D. & Monahan, S. (2008). Altering Investment Decision to Manage Financial Reporting Outcomes: Asset-Backed Commercial Paper Conduits and FIN 46. *Journal of Accounting Research*, 46 (5), 1017-1055.
6. Chen, W. & Liu, C. & Ryan, S. (2008). Characteristics of Securitization that Determine Issuers' Retention of the Risks of the Securitized Assets. *The accounting review*, 83 (5), 1181-1215.
7. Fabozzi, F., Ferri, M. & Modigliani, F. (1998). *Foundations of Financial Markets and Institutions*. Second Edition. New Jersey: Prentice-Hall, Inc.
8. FASB Interpretation FIN No. 46(R). Consolidation of Variable Interest Entities. (December, 2003).
9. FASB Statement No. 161. Disclosures about Derivative Instruments and Hedging Activities – an amendment of FASB Statement No. 133. *Statements of Financial Accounting Standards*. (March 2008).
10. FASB Statement No. 157. Fair Value Measurements. *Statements of Financial Accounting Standards*. (September 2006).
11. Herz, B. (2008, 18. september). Lessons Learned, Relearned, and Relarned Again from the Credit Crisis – Accounting and Beyond. *FASB*. Najdeno 7. novembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.fasb.org/>
12. Katz, A. & Katz, I. (2008, 30. oktober). Greenspan Slept as Off-Books Debt Escaped Scrunity (Update1). *Bloomberg*. Najdeno 4. decembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aspN..hVXJC4>
13. Keoun, B. (2008, 14. julij). Citigroup's \$ 1.1 Trillion of Mysteruous Assets Shadows Earnings. *Bloomberg*. Najdeno 2. decembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a1liVM3tG3aI>
14. Kestenbaum, D. (2008, 29. oktober). Firms Blame Fianancial Woes On Accounting Rule. *NPR*. Najdeno 5. novembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.npr.org/templates/story/story.php?storyId=96229610>

15. Landsman, W., Peasnell, K. & Shakespeare, C. (2008). Are asset Securizations Sales or Loans? *The Accounting Review*, 83 (5), 1251-1272
16. Quarterly Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 for the period ended September 30, 2008, American International Group, inc.
17. Quarterly Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 for the period ended September 30, 2008, JP Morgan Chase & Co.
18. Ryan, S. (2007). *Financial Instruments and Insititutions: Accounting and Disclosure Rules*. Second Edition. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
19. Ribnikar, I. (1996). Listinjenje. *Bančni vestnik*, Ljubljana, 45 (2), 48.
20. Slovenski računovodski standardi 2006. Najdeno 9. decembra 2008 na spletnem naslovu: <http://www.si-revizija.si/publikacije/index.php#SRS>
21. Statistični podatki agencije ISDA. Najdeno 12. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.isda.org>
22. *Summary of Certain Bank Regulatory and Accounting Issues Affecting Bank-Sponsored ABCP Programs*. (20. marec 2007). Chapman and Cutler LLP.
23. Weithers, T. *Credit Derivatives: Macro Risks Issues Credit Derivatives, Macro Risks, and Systemic Risks*. (20. april 2007). University of Chicago.
24. Westbrook, J. (2008, 23. december). FASB May Let Banks Delay Losses on Some Asset-Backed Securities. *Bloomberg*. Najdeno 28. decembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=avqaG3SmC9ko>
25. Yarish, A. & Hurdal, B.(2003). Mark-to-Market Accounting Undercuts Banks' Loan Hedging. *The RMA Journal*, 85 (8), 28-31.

PRILOGE

Priloga 1: Seznam uporabljenih kratic

KRATICA	ANGLEŠKI TERMIN	SLOVENSKI TERMIN
ABCP	<i>Asset-backed Commercial Papers</i>	komercialni papirji, zavarovani z raznovrstnimi sredstvi
ABCPC	<i>Asset-backed Commercial Papers Conduits</i>	družbe s posebnim namenom, ki izdajajo komercialne papirje, zavarovane z raznovrstnimi sredstvi
ABS	<i>Asset Backed Securities</i>	dolžniški vrednostni papirji, osnovani na temelju raznovrstnega dolga
CBO	<i>Collateralized Bond Obligations</i>	zadolžnice, zavarovane z visokodonosnimi obveznicami
CDO	<i>Collateralized Debt Obligation</i>	zadolžnice, zavarovane z dolgom
CDS	<i>Credit Default Swap</i>	kreditna zamenjava
CLO	<i>Collateralized Loan Obligations</i>	zadolžnice, zavarovane z raznovrstnimi posojili
CMO	<i>Collateralized Mortgage Obligations</i>	zadolžnice, zavarovane s hipotekami
ELN	<i>Expected Loss Note</i>	vrednostni papir, ki absorbira pričakovano izgubo
FED	<i>Federal Reserve System</i>	ameriška centralna banka
GAAP	<i>General Accepted Accounting Principles</i>	računovodski standardi poročanja v ZDA
GSE	<i>Government Sponsored Enterprises</i>	družbe z implicitno garancijo vlade
HTM	<i>Hold to Maturity</i>	držanje do zapadlosti
IO	<i>interest-only strips</i>	obrestna tranša
MBS	<i>Mortgage Backed Securities</i>	dolžniški vrednostni papirji na osnovi hipotekarnih posojil
MSR	<i>Mortgage Servicing Rights</i>	pravice servisiranja hipotekarnih posojil

OTC	<i>over-the-counter</i>	neorganiziran (trg)
SPE	<i>Special Purpose Entity, Special Investment Vehicle</i>	družba s posebnim namenom
QSPE	<i>Qualified Special Purpose Entities</i>	kvalificirana družba s posebnim namenom
USD	<i>United States dollar</i>	ameriški dolar
VIE	<i>Variable Interest Entity</i>	družba spremenljivih interesov

Priloga 2: Tabelarna razkritja poštenih vrednosti izvedenih finančnih instrumentov v izkazu finančne pozicije
(angl. Statement of Financial Position)

In millions of dollars As of December 31	Fair Values of Derivative Instruments					
	Asset Derivatives			Liability Derivatives		
	2010		2009	2010		2009
	Balance Sheet Location	Fair Value	Balance Sheet Location	Fair Value	Balance Sheet Location	Fair Value
Derivatives designated as hedging instruments under Statement 133						
Interest rate contracts	Other assets	\$XX,XXX	Other assets	\$XX,XXX	Other liabilities	\$XX,XXX
Foreign exchange contracts	Other assets	XX,XXX	Other assets	XX,XXX	Other liabilities	XX,XXX
Equity contracts	Other assets	XX,XXX	Other assets	XX,XXX	Other liabilities	XX,XXX
Commodity contracts	Other assets	XX,XXX	Other assets	XX,XXX	Other liabilities	XX,XXX
Credit contracts	Other assets	XX,XXX	Other assets	XX,XXX	Other liabilities	XX,XXX
Other contracts	Other assets	XX,XXX	Other assets	XX,XXX	Other liabilities	XX,XXX
Total derivatives designated as hedging instruments under Statement 133		<u>\$XX,XXX</u>		<u>\$XX,XXX</u>		<u>\$XX,XXX</u>
Derivatives not designated as hedging instruments under Statement 133 (a)						
Interest rate contracts	Other assets	\$XX,XXX	Other assets	\$XX,XXX	Other liabilities	\$XX,XXX
Foreign exchange contracts	Other assets	XX,XXX	Other assets	XX,XXX	Other liabilities	XX,XXX
Equity contracts	Other assets	XX,XXX	Other assets	XX,XXX	Other liabilities	XX,XXX
Commodity contracts	Other assets	XX,XXX	Other assets	XX,XXX	Other liabilities	XX,XXX
Credit contracts	Other assets	XX,XXX	Other assets	XX,XXX	Other liabilities	XX,XXX
Other contracts	Other assets	XX,XXX	Other assets	XX,XXX	Other liabilities	XX,XXX
Total derivatives not designated as hedging instruments under Statement 133		<u>\$XX,XXX</u>		<u>\$XX,XXX</u>		<u>\$XX,XXX</u>
Total derivatives		<u>\$XX,XXX</u>		<u>\$XX,XXX</u>		<u>\$XX,XXX</u>

(a) See footnote XX for additional information on the ABC Company's purpose for entering into derivatives not designated as hedging instruments and its overall risk management strategies.

Priloga 3: Vpliv izvedenih finančnih instrumentov na izkaz poslovnega izida (prvi del)

The Effect of Derivative Instruments on the Statement of Financial Performance
for the Years Ended December 31, 2010, and 2009

Derivatives in Statement 133 Fair Value Hedging Relationships	Location of Gain or (Loss) Recognized in Income on Derivative (a)	Amount of Gain or (Loss) Recognized in Income on Derivative		Amount of Gain or (Loss) Reclassified from Accumulated OCI into Income (Effective Portion)	Location of Gain or (Loss) Recognized in Income on Derivative (Ineffective Portion and Amount Excluded from Effectiveness Testing) (e)	Amount of Gain or (Loss) Recognized in Income on Derivative (Ineffective Portion and Amount Excluded from Effectiveness Testing) (d)
		2010	2009			
Interest rate contracts	Interest income/(expense)	\$XX,XXX	\$XX,XXX		Other income/(expense)	\$XX,XXX
Foreign exchange contracts	Foreign currency gain/(loss)	XX,XXX	XX,XXX		Other income/(expense)	XX,XXX
Equity contracts	Other income/(expense)	XX,XXX	XX,XXX		Other income/(expense)	XX,XXX
Commodity contracts	Other income/(expense)	XX,XXX	XX,XXX		Other income/(expense)	XX,XXX
Credit derivatives	Other income/(expense)	XX,XXX	XX,XXX		Other income/(expense)	XX,XXX
Other contracts	Other income/(expense)	XX,XXX	XX,XXX		Other income/(expense)	XX,XXX
Total		\$XX,XXX	\$XX,XXX			\$XX,XXX
Derivatives in Statement 133 Cash Flow Hedging Relationships	Amount of Gain or (Loss) Recognized in OCI on Derivative (Effective Portion)	Location of Gain or (Loss) Reclassified from Accumulated OCI into Income (Effective Portion) (e)	Amount of Gain or (Loss) Reclassified from Accumulated OCI into Income (Effective Portion)	Location of Gain or (Loss) Recognized in Income on Derivative (Ineffective Portion and Amount Excluded from Effectiveness Testing) (e)	Amount of Gain or (Loss) Recognized in Income on Derivative (Ineffective Portion and Amount Excluded from Effectiveness Testing) (d)	
Interest rate contracts	\$XX,XXX	Interest income/(expense)	\$XX,XXX	Other income/(expense)	\$XX,XXX	
Foreign exchange contracts	XX,XXX	Sales/Revenue	XX,XXX	Other income/(expense)	XX,XXX	
Equity contracts	XX,XXX	Other income/(expense)	XX,XXX	Other income/(expense)	XX,XXX	
Commodity contracts	XX,XXX	Cost of sales	XX,XXX	Other income/(expense)	XX,XXX	
Credit derivatives	XX,XXX	Other income/(expense)	XX,XXX	Other income/(expense)	XX,XXX	
Other contracts	XX,XXX	Other income/(expense)	XX,XXX	Other income/(expense)	XX,XXX	
Total	\$XX,XXX		\$XX,XXX		\$XX,XXX	

Vir1: SFAS No. 161.

Priloga 4: Vpliv izvedenih finančnih instrumentov na izkaz poslovnega izida (drugi del)

Derivatives in Statement 133 Net Investment Hedging Relationships	Amount of Gain or (Loss) Recognized in OCI on Derivative (Effective Portion)		Location of Gain or (Loss) Reclassified from Accumulated OCI into Income (Effective Portion) (a)		Amount of Gain or (Loss) Reclassified from Accumulated OCI into Income (Effective Portion)		Location of Gain or (Loss) Recognized in Income on Derivative (Ineffective Portion and Amount Excluded from Effectiveness Testing) (a)		Amount of Gain or (Loss) Recognized in Income on Derivative (Ineffective Portion and Amount Excluded from Effectiveness Testing) (d)	
	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009
Foreign exchange contracts	\$XX,XXX	\$XX,XXX	Gain or (loss) on sale of subsidiary		\$XX,XXX	\$XX,XXX	Other income/(expense)		\$XX,XXX	\$XX,XXX
Derivatives Not Designated as Hedging Instruments under Statement 133 (b),(c)	Location of Gain or (Loss) Recognized in Income on Derivative (a)		Amount of Gain or (Loss) Recognized in Income on Derivative							
Interest rate contracts			Other income/(expense)	\$XX,XXX	\$XX,XXX					
Foreign exchange contracts			Other income/(expense)	XX,XXX	XX,XXX					
Equity contracts			Other income/(expense)	XX,XXX	XX,XXX					
Commodity contracts			Other income/(expense)	XX,XXX	XX,XXX					
Credit derivatives			Other income/(expense)	XX,XXX	XX,XXX					
Other contracts			Other income/(expense)	XX,XXX	XX,XXX					
Total				\$XX,XXX	\$XX,XXX					

(a) If gains and losses associated with a type of contract (for example, interest rate contracts) are displayed in multiple line items in the income statement, the entity is required to disclose the amount included in each line item.

(b) See footnote XX for additional information on the ABC Company's purpose for entering into derivatives not designated as hedging instruments and its overall risk management strategies.

(c) For alternative disclosures about "trading derivatives," see separate table for trading activities in footnotes to the financial statements.

(d) The amount of gain or (loss) recognized in income represents \$XXX related to the ineffective portion of the hedging relationships and \$XXX related to the amount excluded from the assessment of hedge effectiveness.