

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO**

**VLOGA BONITETNIH AGENCIJ PRI LISTINJENJU  
PREMOŽENJA**

**Ljubljana, avgust 2005**

**PETRA LJUBANOVIĆ**

## **IZJAVA**

Študentka Petra Ljubanović izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom mag. Saše Jazbec in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne \_\_\_\_\_

Podpis: \_\_\_\_\_

# KAZALO

UVOD.....	1
<b>1 LISTINJENJE .....</b>	<b>2</b>
1.1 OPREDELITEV LISTINJENJA .....	2
1.2 ZAČETKI LISTINJENJA .....	3
1.3 PREMOŽENJE, PRIMERNO ZA LISTINJENJE.....	5
1.4 UDELEŽENCI LISTINJENJA .....	6
1.5 PROCES LISTINJENJA .....	9
1.6 VREDNOSTNI PAPIRJI, IZDANI V PROCESU LISTINJENJA .....	10
1.6.1 <i>Pretočne obveznice</i> .....	11
1.6.2 <i>Nepretočne obveznice</i> .....	11
1.6.3 <i>S premoženjem zavarovani vrednostni papirji</i> .....	13
1.7 IZBOLJŠANJE KAKOVOSTI IZDAJE .....	14
1.7.1 <i>Notranje tehnike izboljšanja kakovosti izdaje</i> .....	14
1.7.2 <i>Zunanje tehnike izboljšanja kakovosti izdaje</i> .....	16
1.8 PREDNOSTI IN POMANJKLJIVOSTI LISTINJENJA .....	17
<b>2 BONITETNE AGENCIJE.....</b>	<b>21</b>
2.1 VLOGA BONITETNIH AGENCIJ.....	21
2.2 BONITETNA OCENA VREDNOSTNEGA PAPIRJA .....	22
2.2.1 <i>Odsotnost bonitetne ocene</i> .....	24
2.2.2 <i>Spremembe bonitetnih ocen</i> .....	25
2.2.3 <i>Pomanjkljivosti bonitetnih ocen</i> .....	25
2.2.4 <i>Prednosti bonitetnih ocen</i> .....	28
2.3 PROCES OCENJEVANJA.....	28
2.3.1 <i>Modeliranje kreditnega tveganja</i> .....	29
2.3.1.1 <i>Izboljšanje kakovosti izdaje</i> .....	31
2.3.1.2 <i>Likvidnostno tveganje</i> .....	31
2.3.2 <i>Strukturna analiza</i> .....	32
2.3.2.1 <i>Ocenitev serviserja in ostalih v posel vključenih tretjih strank</i> .....	32
2.3.2.2 <i>Denarni tok in finančna struktura</i> .....	33
2.3.2.3 <i>Pravna struktura</i> .....	34
2.4 KONFLIKTI INTERESOV NA PODROČJU BONITETNIH OCEN .....	36
<b>3 PRIMER LISTINJENJA PREMOŽENJA .....</b>	<b>37</b>
<b>SKLEP .....</b>	<b>41</b>
<b>LITERATURA .....</b>	<b>43</b>
<b>VIRI.....</b>	<b>45</b>



## UVOD

Listinjenje je finančna inovacija, ki se je pojavila v poznih sedemdesetih letih prejšnjega stoletja v ZDA. V začetku se je listinjenje razvilo le na področju hipotekarnih kreditov, kasneje pa se je razširilo tudi na področje avtomobilskih kreditov, terjatev s kreditnih kartic, pričakovanih denarnih tokov postaj ob avtocestah in drugo. Osnovni namen listinjenja je pridobivanje finančnih sredstev z izdajo vrednostnih papirjev. Pri tem gre za preoblikovanje denarnega toka iz manj likvidnih naložb (terjatev) v bolj likvidne vrednostne papirje, ki se nato prodajo investitorjem. Ker gre za preoblikovanje denarnega toka, lahko listinjenje izvajamo v praktično vseh primerih, pri katerih obstaja pričakovan denarni tok.

Vendar to ni tako enostavno, saj so listinjeni vrednostni papirji praviloma kompleksni instrumenti, ki so rezultat zbiranja posojil v »bazene«, različnih razredov obveznic in velikega števila udeležencev. Ta kompleksnost tudi pomaga razložiti posebno vlogo enega od udeležencev v procesu listinjenja premoženja – bonitetnih agencij. Te zagotavljajo kreditno oceno primarnega premoženja, ki je osnova za izdajo listinjenih vrednostnih papirjev, nudijo informacije o strukturnih značilnostih teh obveznic ter so vključene v njihovo oblikovanje in dajejo bonitetne ocene samih papirjev.

Namen diplomskega dela je na podlagi splošnih značilnosti procesa listinjenja, različnih udeležencev, vpletenih v ta proces, lastnosti listinjenih vrednostnih papirjev ter tehnike izboljšanja kakovosti izdaje predstaviti pomen in vlogo bonitetnih agencij pri listinjenju premoženja. Kljub koristim, ki jih bonitetne agencije prinašajo tržnim udeležencem, pa se pojavljajo tudi nekatere pomanjkljivosti. Zato bom skušala opozoriti na omejitve, ki se jih morajo zavedati investitorji pri uporabi bonitetnih ocen pri investicijskih odločitvah.

Diplomsko delo je sestavljeno iz treh sklopov. V prvem delu bom predstavila različne opredelitve listinjenja premoženja. Nato se bom dotaknila začetkov listinjenja. Temu bo sledila opredelitev idealnih karakteristik premoženja, primerne za listinjenje. Te poleg predvidljivosti denarnega toka vključujejo tudi dovolj veliko vrednost premoženja, visoko stopnjo izterljivosti in podobno. Sledi predstavitev različnih udeležencev v procesu listinjenja premoženja ter samega procesa listinjenja. Podrobneje bom predstavila tudi vrednostne papirje, izdane v samem procesu, ter notranje in zunanje tehnike izboljšanja kakovosti izdaje. Na koncu prvega dela sledi še predstavitev prednosti in pomanjkljivosti listinjenja.

Drugi del je posvečen bonitetnim agencijam. Najprej bom predstavila njihovo vlogo na finančnih trgih ter »trgih listinjenja«. V nadaljevanju bom razložila pomen različnih bonitetnih ocen, kdaj pride do njihove odsotnosti in spremembe ter prednosti in pomanjkljivosti, ki jih te prinašajo za udeležence na finančnih trgih. Nato bom podrobneje razložila sam proces ocenjevanja, od modeliranja kreditnega tveganja pa do ocenitve pravne

strukture. Omenila pa bom tudi konflikte interesov, ki se pojavljajo na področju bonitetnih ocen.

V tretjem delu bom predstavila listinjene obveznice, ki jih je izdalo podjetje Russian Auto Loans Finance B.V., zavarovane s posojili za nakup novih avtomobilov tujih blagovnih znamk, odobrenih prvovrstnim dolžnikom, v moskovski regiji. Na koncu bom s sklepom povzela bistvene ugotovitve diplomskega dela in zaključila nalogo.

## 1 LISTINJENJE

### 1.1 Opredelitev listinjenja

Listinjenje (*am. securitization, angl. securitisation, fr. titrisation, nem. Verbriefung*) je izraz, ki ga nekateri nadomeščajo z izrazom »sekuritizacija«. Pojem listinjenja ima tri pomene, ki jim je skupno pridobivanje finančnih sredstev z izdajo vrednostnih papirjev, in sicer (Ribnikar, 1996, str. 48–51):

- najprej lahko pomeni, da se dolžniki, na primer podjetja, v vedno večjem obsegu **zadolžujejo z izdajanjem vrednostnih papirjev** in zaradi tega seveda v vedno manjšem obsegu pri bankah z najemanjem posojil. V tem primeru se povečuje pomen finančnih trgov in zmanjšuje pomen bank ter drugih finančnih posrednikov pri posredovanju prenosa sredstev v podjetja;<sup>1</sup>
- **izdajanje vrednostnih papirjev na osnovi posojil ali terjatev** (premoženja), ki jih ima banka na podlagi danih in še neodplačanih posojil. Namen tega je, da se **znebijo posojil ali kakšnega drugega finančnega premoženja**. Banka podobna posojila izloči iz premoženjske bilance banke in prenese na institucijo (izdajatelja), ki ima zaupanje ne le banke, ampak predvsem investitorjev. Iz velikega števila posojil naredi paket (gre za *packaging* ali *pooling*) in na osnovi predvidene velikosti in časovne dinamike pritoka denarja od tega paketa izda vrednostne papirje, v katerih se odražajo finančne značilnosti (nominalna vrednost, pogodbeno določena obrestna mera in način odplačevanja glavnice) paketa posojil ali od teh posojil načrtovanega denarnega toka. Vrednostni papirji, ki se izdajo na osnovi paketa hipotekarnih posojil, so lahko dveh vrst; pretočne in plačilne oziroma »nepretočne« obveznice (več o tem sledi v poglavju 1.6);
- tretji pomen listinjenja je sicer podoben drugemu, a se hkrati od njega pomembno razlikuje. Listinjenje v tretjem pomenu besede se od druge opredelitve razlikuje v tem, da je namen banke priti do **cenejšega financiranja bančnega premoženja** z izdajo vrednostnih papirjev, zavarovanih s prvovrstnim bančnim premoženjem. Zaradi

---

<sup>1</sup> Zmanjševanje pomena finančnih posrednikov označuje izraz »*disintermediation*«, kar pomeni krčenje ali zmanjševanje finančne posredništva.

kakovosti zavarovanja imajo izdani vrednostni papirji višjo boniteto, kot jo ima banka kot dolžnik, so manj tvegane in zato obljublajo nižjo obrestno mero, kot bi jo morala ponuditi banka, da bi pridobila denarna sredstva. Tretji pomen se od drugega razlikuje tudi v tem, da banka v tem primeru premoženja ne izloča iz premoženjske bilance, temveč ga obdrži v svoji aktivi, izdane obveznice pa predstavljajo sredstva oziroma del pasive premoženjske bilance.

V nadaljevanju se bom ukvarjala z listinjenjem v drugem in tretjem pomenu besede, torej z izdajanjem vrednostnih papirjev na osnovi posojil ali terjatev (gre za listinjenje v pravem pomenu besede).

## 1.2 Začetki listinjenja

Danes finančne institucije listinijo že veliko različnih vrst posojil in premoženja. Začetki listinjenja segajo v leto 1970<sup>2</sup> in so rezultat vladno-sponsoriranih programov, s katerimi je hotela ameriška vlada povečati likvidnost stanovanjskega hipotekarnega trga (Saunders, 2000, str. 665). Takrat je prve pretočne obveznice izdalo novoustanovljeno Vladno nacionalno hipotekarno združenje, GNMA (Government National Mortgage Association – Ginnie Mae). Hipotekarna posojila so bila prva oblika naložb, ki je bila namenjena izvedbi listinjenja (Hafner, 1996, str. 18). Ravno ustanovitev treh državnih agencij (GNMA, FHLMC (Zvezno združenje za hipotekarna stanovanjska posojila – Federal Home Loan Mortgage Corporation – Freddie Mac) in FNMA (Zvezno nacionalno hipotekarno združenje – Federal National Mortgage Association – Fannie Mae)) pomeni začetek listinjenja, saj so agencije s svojim delovanjem stabilizirale trg, omogočile več kreditiranja za stanovanjske potrebe, oblikovale potrebno standardizacijo dejavnosti in tako pritegnile vlagatelje v tovrstne vrednostne papirje (tako institucionalne kot zasebne).

V zgodnjih osemdesetih letih prejšnjega stoletja se je sekundarni trg listinjenih hipotek začel hitro širiti (Norton, Dupler, Spellman, 1995, str. 3). Naglo naraščanje je moč pripisati nestabilnosti obrestnih mer v tem obdobju<sup>3</sup> ter garancijam s strani GNMA, FNMA in FHMLC (Walmsley, 1998, str. 289). Sredi osemdesetih let prejšnjega stoletja je trg listinjenih vrednostnih papirjev vključeval že nehipotekarne terjatve, kot so posojila za avtomobile in kreditne kartice (Norton, Dupler, Spellman, 1995, str. 3–6). Marca 1985 je prišlo do prvega javnega nehipotekarnega listinjenja, ko je podjetje Sperry Lease Finance Corporation izdalo za 192 milijonov (v nadaljevanju mio) USD s terjatvami do imetnikov liziških pogodb za računalniško opremo kritih obveznic. Že avgusta 1985 je Home Federal

---

<sup>2</sup> V nasprotju z večino avtorjev Fabozzi, Modigliani in Ferri (1994, str. 457) navajajo, da je prišlo do prve pretočne hipotekarne obveznice leta 1968.

<sup>3</sup> Ta je močno prizadela veliko hranilnic ter jih prisilila, da so našle nove načine upravljanja s svojimi bilancami stanja.

Savings<sup>4</sup> izdal obveznice, krite z avtomobilskimi posojili v vrednosti 103 mio USD. Približno leto in pol kasneje je prišlo do prvega listinjenja terjatev s kreditnih kartic (200 mio USD izdaja Republic Bank of Delaware januarja 1987). Listinjenje komercialnih terjatev pa se je začelo leta 1983, ko je Citibank z namenom kupovanja mnogovrstnih terjatev različnih originatorjev, ustanovila Commercial Industrial Trade-receivables Company (CITICO).

Ovire (Bhattacharya, Fabozzi, 1996, str. 4) za širjenje trga nehipotekarnih obveznic, kot je na primer pomanjkanje državnih garancij, so odpravile tehnike izboljšanja kakovosti izdaje (kot so akreditivi, podrejeno/nadrejene strukture), ki jih obravnavam kasneje v poglavju 1.7.

Listinjenje se je v Evropi začelo najprej z izdajo s hipotekami kritih obveznic v Veliki Britaniji sredi osemdesetih let prejšnjega stoletja. Hipoteke so do leta 1990 tudi ostale osnovna oblika listinjenega premoženja v Evropi. V Latinski Ameriki je prišlo do prve izdaje leta 1987, ko je Telefonos de Mexico listinil za 420 mio USD prihodnjih terjatev iz mednarodnega telefonskega sistema. V Hong Kongu je prišlo do prvega listinjenja leta 1994 (hipoteke prebivalstva). Drugje v Aziji pa je začetek pravega listinjenja pomenila javna izdaja evroobveznic podjetja Thai Cars, avgusta 1996 (Asset Securitization, 1997, str. 78–80).

Leta 2004 je bilo na ameriškem trgu izdanih za 2.656,6 milijard (v nadaljevanju mrd) USD listinjenih vrednostnih papirjev, od tega 896,6 mrd USD nehipotekarnih<sup>5</sup> ter 1.760,0 mrd USD hipotekarnih vrednostnih papirjev. Znesek novih izdaj se je glede na leto 2003 zmanjšal za 998,5 mrd USD oziroma za 27,3 %, kar gre pripisati 42,7 % padcu v višini izdaj hipotekarnih vrednostnih papirjev (Research Quarterly, februar 2005, str. 7–8). V prvem četrtletju letošnjega leta pa je bilo izdanih za 648 mrd USD listinjenih vrednostnih papirjev, kar je za 52,5 mrd USD oziroma 8,8 % več kot v enakem obdobju lani (Research Quarterly, maj 2005, str. 7–8).

Na evropskem trgu je bilo leta 2004 izdanih za 243,6 mrd EUR listinjenih vrednostnih papirjev, kar je za 26,6 mrd EUR oziroma za 12,6 % več kot v letu poprej (ESF Securitisation Data Report, 2005, str. 1). Za razliko od ZDA predstavljajo v Evropi večji del listinjenih vrednostnih papirjev nehipotekarne obveznice (138,5 mrd EUR oziroma 56,9 %), katerih višina izdaje je, tako kot višina izdaje hipotekarnih obveznic, glede na leto 2003 narasla. European Securitisation Forum (ESF Securitisation Data Report, 2005a, str. 1) za leto 2005 napoveduje porast izdanih listinjenih vrednostnih papirjev na 255 mrd EUR, česar pa sicer prvo četrtletje ne potrjuje, saj se je v tem obdobju višina izdanih listinjenih

---

<sup>4</sup> Bhattacharya in Fabozzi (1996, str. 4) navajata, da sta prve z avtomobilskimi posojili krite obveznice izdali podjetji Vally National in Marine Midland Banks.

<sup>5</sup> Trg nehipotekarnih vrednostnih papirjev narašča že od leta 1985, odkar so se prvič pojavili, in se je od leta 1997 povečal za skoraj 400 %.



vrednostnih papirjev glede na enako obdobje v letu 2004 zmanjšala za 28,6 % (iz 18,9 mrd EUR v prvem četrtletju leta 2004 na 13,5 mrd EUR v prvem četrtletju leta 2005).

Čeprav ima ameriški trg še vedno prevladujoč delež na globalnem trgu listinjenih vrednostnih papirjev, gre za zrel trg, katerega stopnja rasti se je znatno upočasnila v primerjavi s stopnjo rasti trgov listinjenja v Evropi in Aziji. Pričakuje se, da se bo ta trend nadaljeval tudi v prihodnjih letih (Demistifying Securitization for Unsecured Investors, 2003, str. 2).

### **1.3 Premoženje, primerno za listinjenje**

Listinjen je lahko katerikoli sedanji ali prihodnji denarni tok, ki izhaja iz nekega premoženja (Demistifying Securitization for Unsecured Investors, 2003, str. 2). Vrste premoženja, ki se listinijo, se širijo z rastjo in razvitostjo trga listinjenja. Poleg tega, da mora biti listinjenje tehnično izvedljivo in stroškovno upravičeno, mora premoženje, ki se listini, izpolnjevati še določene pogoje. Idealne karkteristike listinjenega premoženja so naslednje (Mohorič, 2000, str. 4–5):

- terjatev ima periodičen, časovno vnaprej opredeljen in pogodbeno določen denarni tok;
- ta denarni tok mora biti predvidljiv<sup>6</sup> (obstajati mora dovolj dolga časovna vrsta (od treh do petih let) zgodovinskih statističnih podatkov);
- visoka stopnja izterljivosti oziroma majhno kreditno tveganje;
- zavarovanje teh terjatev mora biti hitro unovčljivo in po možnosti tako, da ohranja vrednost tudi v hitro spreminjajočih se tržnih razmerah;
- vrednost premoženja (število in velikost terjatev) mora biti dovolj velika, da opraviči stroške izdaje vrednostnih papirjev, samo premoženje pa homogeno (v smislu zapadlosti, vrste in višine obrestne mere ter načina odplačila glavnice) in hkrati razdrobljeno (veliko število majhnih terjatev).

Najpogostejše oblike premoženja, ki ustrezajo pravkar opisanim karakteristikam, vključujejo hipotekarna posojila, avtomobilska posojila, terjatve do imetnikov kreditnih kartic, študentska posojila in lizniške pogodbe za posojila za letala in opremo (Demistifying Securitization for Unsecured Investors, 2003, str. 2–3). Listinjeni pa so bili že tudi bolj nenavadni tipi premoženja kot na primer prihodnji zaslužki pivnic, državne subvencije, pričakovani denarni tokovi postaj ob avtocestah in drugo (Saunders, 2000, str. 666). Leta 1993 je podjetje Calvin Klein Inc. listinilo honorarje iz licenčne pogodbe s podružnico Uniliver. The Walt Disney Company pa je marca 1997 listinilo licenčnine od Tokyo Disneyland v vrednosti 73 milijard

---

<sup>6</sup> Dospelost in denarni tok posojil je, poleg s pomočjo dolge časovne vrste zgodovinskih statističnih podatkov, lažje napovedati, bolj ko so pogoji posojila preprosti in standardni (Kirsch, 1997, str. 230).

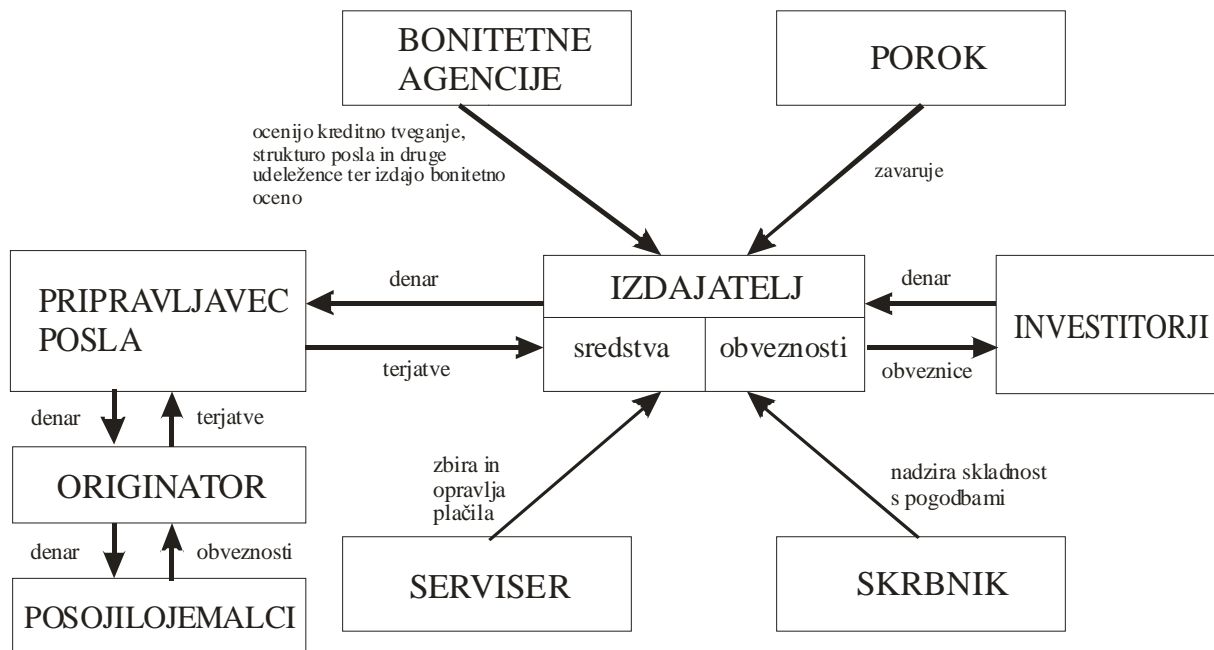
JPY (Walmsley, 1998, str. 152). Skoraj ne obstaja denarni tok, ki ga ne bi bilo možno ponovno sestaviti v tako obveznico, da bi jo kupili tudi najbolj konzervativni investitorji.

Manj primerne vrste premoženja za listinjenje pa so posojila s spremenljivo obrestno mero, katerih denarni tok je odvisen od gibanja referenčne obrestne mere. Problem spreminjanja višine plačil v posameznih obdobjih je sicer možno rešiti z izdajo vrednostnih papirjev s spremenljivo obrestno mero (*floating rate notes*), ki so vezani na isto referenčno obrestno mero kot dana posojila, vendar ob tem še vedno obstaja tveganje plačilne nesposobnosti posojilojemalcev v razmerah naraščajočih obrestnih mer (Mohorič, 2000, str. 5).

#### 1.4 Udeleženci listinjenja

Proces izdaje listinjenih vrednostnih papirjev je zelo zapleten proces, ki lahko traja tudi leto ali dlje, in poleg posojilojemalcev, ki najamejo posojilo, in investitorjev, ki kupijo listinjene obveznice, vključuje še vrsto drugih pomembnih udeležencev. Glavni udeleženci v procesu so prikazani na Sliki 1, spodaj pa so poleg teh opisane tudi druge, v proces vpletene stranke.

Slika 1: Glavni udeleženci procesa listinjenja



Vir: Fender, Mitchell, 2005, str. 70.

Prvi v procesu listinjenja je **posojilojemalec** (*borrower*), ki pri originatorju (banki) najame posojilo.

Glavno vlogo igra eden ali več **originatorjev**, ki ustvarijo primarno premoženje (odobrijo posojila) v teku svojih rednih poslovnih aktivnosti ali pa ga pridobijo na odprtem trgu (The role of ratings in structured finance, 2005, str. 5). Te terjatve so osnova za proces listinjenja. Originator je običajno banka ali finančno podjetje ali pa (v manjši meri) industrijsko podjetje<sup>7</sup> (Demistifying Securitization for Unsecured Investors, 2003, str. 3).

**Izdajatelj vrednostnih papirjev** (*issuer*) je kupec teh terjatev, ki s sredstvi, ki jih dobi od investitorjev za izdane vrednostne papirje, poplača kupnino za terjatve (Wood, 1995, str. 46). Kupec je običajno le za namen izdaje listinjenih vrednostnih papirjev ustanovljena podjetje (special purpose vehicle – SPV oziroma specially-formed single-purpose company). Navadno je cilj tega, da je kupec neodvisen od originatorja (ni v originatorjevi konsolidirani bilanci stanja). V primeru listinjenja v tretjem pomenu besede pa sta originator in izdajatelj ista »oseba« (na primer pri nemških Pfandbriefe). Takrat so terjatve in vrednostni papirji evidentirani v originatorjevi bilanci stanja.

V procesu listinjenja ima pomembno vlogo tudi **pripravljaec posla** (*structuring ali arranger*), ki struktura posel, to je pripravi finančno strukturo obveznice in koordinira različne udeležence, vključno z odvetniki, bonitetnimi agencijami in podpornimi funkcijami. Običajno te funkcije prevzame investicijska banka. Vseeno pa nekateri samostojni pripravljavci pogosto organizirajo svoje posle in investicijsko banko določijo le za prodajo obveznic. Provizije za strukturiranje in pripravljanje se lahko obračunavajo posebej ali pa so vključene v provizijo investicijske banke (Davidson et al., 2003, str. 523). Če je »bazen« posojil sestavljen iz premoženja, s katerim je moč trgovati, je pripravljavec posla običajno tudi originator in je pogosto (investicijska) banka ali pa sektor za upravljanje premoženja velikega finančnega konglomerata (The role of ratings in structured finance, 2005, str. 6). Pripravljavec posla pa je lahko odgovoren tudi za upravljanje SPV-ja ter zato, da poskrbi, da so finančni izkazi SPV-ja in njegove materske družbe revidirani. Lahko nadzira portfelj ter izbor novega premoženja za nadomestitev starega ali pa za nadaljnje listinjenje (Shaw, 1996a, str. 32).

Pomembno je tudi sodelovanje izkušenega **serviserja** (oziroma administratorja). Njegova glavna obveznost je zbiranje denarnih tokov od premoženja ter njihovo razporejanje med investitorje.<sup>8</sup> Bonitetne agencije bodo zahtevale, da je serviser izkušen v zbiranju, nadziranju

---

<sup>7</sup> Obstajata dve široki kategoriji originatorjev (Shaw, 1996, str. 15): podjetja in finančne institucije. V celoti so sredstva, ki jih podjetja listinijo, trgovinske terjatve ali sredstva z veliko vrednostjo kot na primer stavbe ali letala. Prave finančne institucije (tiste, ki so regulirane s strani centralne banke in drugih regulatorjev) se na splošno delijo na poslovne banke s širokim spektrom različnih proizvodov, specializirane banke, kot so hranilnice, ki se osredotočajo na hipotekarni trg, ali specializirane finančne institucije. Obstajajo tudi popolnoma specializirane institucije, na primer finančne družbe (*finance house*) ter podjetja, katerih vloga je proizvajati in prodajati določene proizvode ter nato delovati kot posredniški bančnik (*home builders* v ZDA).

<sup>8</sup> Sem sodijo tudi naloge, kot so pošiljanje računov, obveščanje o neporavnanih obveznostih, spremljanje predčasnih odplačil, shranjevanje dokumentacije in podobno. V primeru neplačila ali zamude pri plačilu pa je serviser odgovoren tudi za izterjavo dolga.

in izplačevanju sredstev znotraj strukture. Servisiranje običajno za določeno provizijo opravlja originator premoženja. Preden pa je originator priznan tudi kot serviser, bonitetne agencije pregledajo njegove izkušnje zbiranja in izplačevanja sredstev. Na podlagi ugotovitev lahko zahtevajo še izkušenega rezervnega serviserja (*back-up serviser*). V primeru, da pride do kakršnihkoli nepravilnosti pri primarnem serviserju, rezervni prevzame njegovo vlogo (Fabozzi, 2001, str. 29).

Naslednji pomemben udeleženec v procesu listinjenja je lahko **porok**, ki nase prevzame kreditno tveganje, to je tveganje potencialnih zamujenih plačil ali neplačil s strani posojilojemalcev (Zelenko, 2000, str. 26). Na ta način se izboljša kakovost izdaje (tehnike izboljšanja kakovosti izdaje so opisane v nadaljevanju v poglavju 1.7) ter posledično privlačnost za investitorje. Take storitve opravljajo zavarovalnice, poslovne banke ali posebne državne institucije.

**Skrbnik** (*trustee*) nadzira razporejanje denarja investitorjem in skladnost z dokumentacijo posla. Njegovo vlogo navadno prevzamejo specializirana pravna podjetja ali pa enote znotraj večjih finančnih institucij (The role of ratings in structured finance, 2005, str. 5–6).

Ker ima večina listinjenih obveznic bonitetno oceno, je v proces vključena tudi ena ali več **bonitetnih agencij**.<sup>9</sup> Bonitetne agencije običajno analizirajo posamezna posojila ter »bazene« posojil, vključno s kvantitativnimi in kvalitativnimi karakteristikami posojila, izboljšanje kakovosti izdaje, strukturo obveznice in pravno dokumentacijo. Bonitetna ocena se nanaša na pravočasno in popolno plačilo obresti in glavnice. Agencije ne ocenijo le začetne izdaje obveznic, ampak »poslovanje obveznice« tudi nadzirajo in če je potrebno, ustrezno zvišajo ali znižajo bonitetno oceno. Zbirajo in ocenjujejo informacije, ki zadevajo poslovanje serviserja in drugih strank, udeleženih v procesu listinjenja. V omenjenem procesu imajo odločilno vlogo zaradi večih razlogov. Prvi je ta, da se investitorji vse bolj zanašajo na temeljit pregled, analizo in tako imenovane »*stress tests*«, ki jih te agencije opravijo pri določanju bonitetne ocene obveznic. Nekateri investitorji enostavno nimajo dovolj človeških virov in podatkov, da bi lahko temeljito analizirali kompleksno pravno in finančno strukturo posamezne obveznice. Zanje je ceneje, če za te ocene plačajo bonitetni agenciji. Prav tako pa tudi ne bi bilo učinkovito, če bi vsak od na primer dvestotih investitorjev v neko obveznico poslal svoje pravnike k izdajatelju. Kot naslednji razlog lahko navedem, da je zadovoljiva bonitetna ocena lahko pomembna pri izpolnjevanju investicijskih smernic, zahtev o kapitalski ustreznosti ter drugih s tveganjem povezanih kapitalskih in portfeljskih kriterijev določenih institucij.<sup>10</sup> Z investitorjevega vidika imajo zato bonitetne agencije pomembno vlogo pri ocenjevanju

---

<sup>9</sup> Na trgih listinjenja so pomembne predvsem tri večje bonitetne agencije, in sicer; Moody's Investor Service, Inc. – Moody's, Fitch Ratings Ltd. – Fitch ter Standard & Poor's – S&P's.

<sup>10</sup> Nekatero institucije (na primer institucionalni investitorji) imajo običajno določeno najnižjo oceno kreditnega tveganja, kateri se še lahko izpostavijo.

kreditnega tveganja, z izdajateljevega in posojilojemalčevega vidika pa višja bonitetna ocena omogoča nižje stroške financiranja (Norton, Dupler, Spellman, 1995, str. 112).

Listinjenje vključuje tudi enega ali več **investitorjev** (institucije ali individualni investitorji), ki kupijo obveznice (različnih razredov), zavarovane s premoženjem. Investitorji se med posameznimi proizvodi in tranšami, v katere vlagajo, razlikujejo. Na začetku so po listinjenih proizvodih povpraševale pretežno banke in investitorji, ki so iskali izpostavljenosti novim sektorjem, regijam ali tipom premoženja. Pozneje so na trg vstopile zavarovalnice, prvotno pri bolj nadrejenih tranšah. Kasneje so začele investirati tudi v nižje tranše (*mezzanine*) večjih večrazrednih obveznic. Danes pa v vlogi investitorjev nastopajo predvsem institucionalni investitorji (zavarovalnice, vzajemni in pokojninski skladi), poslovne in centralne banke in v manjši meri tudi posamezniki (The role of ratings in structured finance, 2005, str. 6).

V procesu listinjenja pa lahko sodelujejo tudi drugi udeleženci. Za konkretno izvedbo izdaje vrednostnih papirjev na podlagi premoženja izdajatelj najame **investicijsko banko** (ta lahko prevzame tudi (nekatero) funkcije pripravljavca posla). Ker se hipotekarna posojila navadno odplačujejo v mesečnih obrokih, obveznice pa izplačujejo obresti dva- ali samo enkrat na leto, je v procesu listinjenja »prostor« še za **banko ali drugo institucijo**, kjer se zbirajo denarni tokovi primarnih dolžnikov, dokler ne nastopi čas za izplačilo kuponskih obresti (Mohorič, 2000, str. 5). V proces je, odvisno od vrste premoženja, lahko vključen tudi **skrbnik (custodian)**, ki v imenu investitorjev hrani denar, dokumente ali obveznice. Listinjenje premoženja je pravno zelo intenziven proces. Potrebno se je dogovoriti o velikem številu stvari ter pripraviti ustrezne dokumente.<sup>11</sup> **Pravniki** napišejo pravno mnenje, ki razjasni področja, ki zakonsko morda niso jasna in ki vsem strankam potrdi, da bo transakcija izpolnjena na pričakovan način, še posebej kar zadeva stečaj originatorja. **Revizorji** imajo v procesu listinjenja tri različne vloge. Najprej opravijo revizijo poslovanja pred izdajo transakcije in na podlagi ugotovitev izdajo poročilo. Drugo vlogo opravljajo kot svetovalci posameznim udeležencem glede bilanc stanja in davčne obravnave listinjenja. Seveda pa imajo vse transakcije, v katerih je vključen tudi SPV, določenega revizorja, ki pregleda letna poročila SPV-ja (Davidson et al., 2003, str. 522–523).

V procesu listinjenja premoženja so lahko vključeni vsi naštetih udeleženci, ali pa samo nekateri od njih. Sledi predstavitev samega procesa listinjenja.

## 1.5 Proces listinjenja

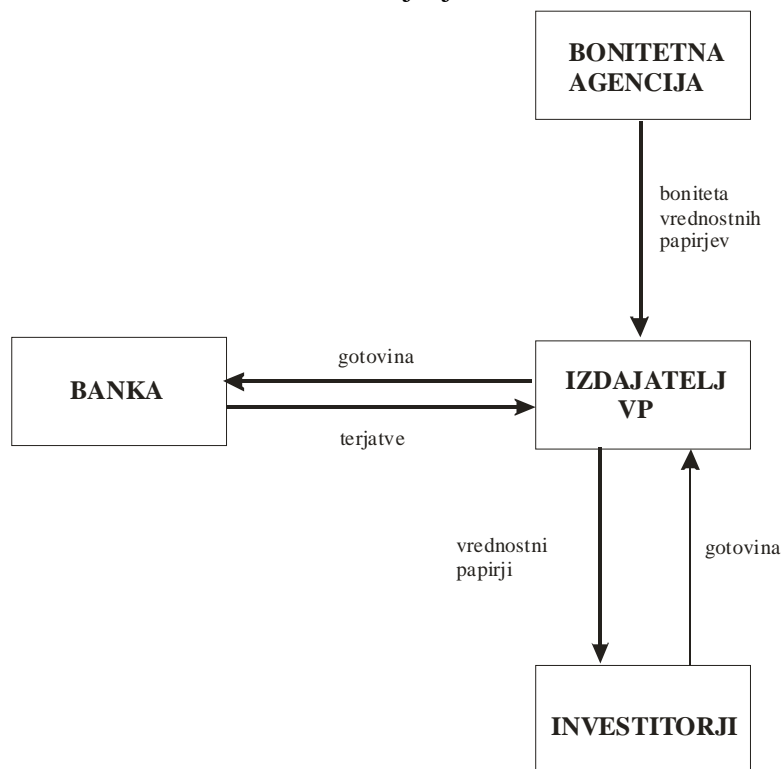
Sam proces listinjenja (glej Sliko 2, na str. 10) se začne s tem, ko banka ali kaka druga institucija odobri posojila. Ta združi v paket ter slednjega odstrani iz svoje bilance stanja (če

---

<sup>11</sup> Dobra stran vsega je, da imajo pravniki večino teh dokumentov že napisanih. Potrebno jih je le prilagoditi posameznemu poslu. Kljub temu pa imajo popolne šablone, po katerih delajo, le večje odvetniške pisarne.

gre za listinjenje v drugem pomenu besede) ter ga za gotovino proda izdajatelju vrednostnih papirjev. Z novim lastnikom posojil običajno sklene pogodbo o servisiranju teh posojil, za plačilo pa prejema dogovorjeni odstotek od preostale vrednosti posojil, ki jih v določenem obdobju servisira.<sup>12</sup> Izdajatelj vrednostnih papirjev izda obveznice ter te proda investitorjem. Z denarjem, ki ga plačujejo posojilojemalci, se plačuje obresti in glavnico imetnikom obveznic. Denarni tok iz obveznic je primarno zavarovan s plačili posojilojemalcev, sekundarno pa z različnimi vrstami zavarovanja. V proces pa je, kot je povedan že v prejšnjem poglavju, vpletena tudi bonitetna agencija, ki oceni boniteto obveznic.

Slika 2: Enostavni model listinjenja



Vir: Mejač Krassnig, 1996, str. 15.

## 1.6 Vrednostni papirji, izdani v procesu listinjenja

V procesu listinjenja nastajajo različne strukture vrednostnih papirjev. Najprej bom predstavila pretočne obveznice, ki so bile osnova za razvoj vseh ostalih vrst, sledi jim opis nepretočnih obveznic, nato pa bom pojasnila še značilnosti s premoženjem kritih obveznic.

<sup>12</sup> Če bi celotno plačilo prejela takoj, bi bil njen motiv za korektno vodenje posojil skozi celotno posojilno dobo manjši.

### 1.6.1 Pretočne obveznice

Osnovna značilnost pretočnih obveznic je, da te nastanejo, ko eden ali več lastnikov posojil ustvari zbirko (»bazen«) posojil in proda deleže v tem »bazenu« (Fabozzi, Modigliani, 1996, str. 610). »Bazen« je lahko sestavljen iz tisočev ali pa le nekaj posojil. Prva pretočna hipotekarna obveznica je bila ustvarjena leta 1970 (oziroma 1968).

Pri pretočni obveznici (*pass-through security*) se ves denar ne glede na to, kaj je njegov vir (plačilo obresti in odplačilo glavnice ali predčasno odplačilo posojil), izplača sorazmerno vsem imetnikom obveznic (gre za tako imenovano pretočno metodo). Vsaka tako imenovana pretočna obveznica (*pass-through security*) dobi enak znesek, saj so si te med seboj po svojih značilnostih (obrestna mera, zapadlost) enake (Ribnikar, 1996, str. 49).

Bistvo pretočnih obveznic je v tem, da imajo tisti, ki so posojila najeli, pravico (opcijo) vsak mesec (ali kako drugo obdobje) skupaj z obrokom posojila odplačati še vso preostalo glavnico. Izdajatelj pretočnih obveznic vsa ta predplačila enostavno posreduje imetnikom obveznic – ni nobene transformacije ročnosti. Zato glavnica teh vrednostnih papirjev ni odplačana na enkrat (*bullet amortization*), ampak postopoma.

Obrestna mera obveznic je določena v odvisnosti od obrestne mere posojil oziroma od tehtane povprečne obrestne mere (uteži predstavljajo neodplačane glavnice) v primerih, ko je v paketu več posojil z različnimi obrestnimi merami. Vendar pa ne višina zneska ne časovna razporeditev denarnega toka od »bazena« posojil nista identični denarnemu toku, posredovanemu investitorjem. Mesečni denarni tok, posredovan investitorjem, je od mesečnega denarnega toka od »bazena« posojil manjši za znesek servisiranja in ostale provizije, ki jih zaračuna izdajatelj ali porok. Prav tako pa je različna časovna razporeditev denarnih tokov. Mesečno plačilo za posojilo zapade na prvi dan v mesecu, obstaja pa odlog<sup>13</sup> pri posredovanju ustreznega mesečnega denarnega toka investitorjem (Fabozzi, 2000, str. 235–236). To je časovna razlika med dnevom izdaje pretočnih obveznic in dnevom plačila izdajateljeve prve obveznosti investitorjem (Mejač Krassnig, 1997a, str. 5).

### 1.6.2 Nepretočne obveznice

Pri pretočnih obveznicah imajo vsi investitorji enake donose in nosijo enako tveganje predplačil. Vse s posojili zavarovane obveznice pa ne delujejo na ta način. Namen nepretočnih obveznic<sup>14</sup> je ustvariti razrede obveznic, ki so za investitorje bolj privlačni, kot pa obveznice ustvarjene po preprostejši pretočni metodi (Hull, 2003, str. 587).

---

<sup>13</sup> Dolžina odloga se razlikuje glede na vrsto pretočne obveznice.

<sup>14</sup> Prve nepretočne obveznice je junija 1983 izdala državna agencija FHLMC, vseeno pa so bili v začetku izdajatelj predvsem zasebna podjetja (Mejač Krassnig, 1997a, str. 7).

Izdajatelj z delitvijo celotnega »bazena« na več razredov oziroma tako imenovanih tranš izda vrednostne papirje, ki imajo različne zapadlosti in različne kuponske obrestne mere. Denarni tok še vedno, tako kot pri pretočnih obveznicah, priteka od posojilojemalcev in je namenjen investitorjem, vendar se mednje ne razporeja po načelu *pro rata*, pa tudi pogostost posredovanja denarnega toka investitorjem je manjša (pri strukturiranju nepretočnih obveznic gre za tako imenovano plačilno metodo).<sup>15</sup> Prvi razred<sup>16</sup> oziroma tako imenovana »*fast-pay*« tranša dobiva vsa plačila glavnice za cel »bazen« dokler ni v celoti poplačana. Medtem investitorji v druge tranše dobivajo le obresti. Nato naslednja tranša dobiva vsa plačila glavnice, dokler ni v celoti poplačana. Tako se nadaljuje, vse dokler ni poplačan še zadnji razred oziroma tako imenovana »*slow-pay*« tranša, ki ima najdaljšo zapadlost (Bodie, Kane, Marcus, 1999, str. 12).

Medtem ko je tveganje predplačil<sup>17</sup> pri listinjenju vedno prisotno, ga je možno za nekatere tranše zmanjšati in povečati za druge. Pri tej metodi nosijo imetniki prve tranše (tranše A) največje tveganje predčasnih plačil (Hull, 2003, str. 587). Pri morebitnih predplačilih posojil je razporeditev zgodnjih denarnih tokov taka, da gredo vsa predplačila za izplačilo neporavnane glavnice samo ene tranše investitorjev, s čimer so ostale tranše za določeno obdobje pred njimi zavarovani. Tveganje predplačila, ki ga nosi posamezna tranša, je odvisno od relativne vrednosti tega tranše<sup>18</sup> (Saunders, 2000, str. 688).

Izdajatelji so poleg običajnih razredov nepretočnih obveznic oblikovali še druge tipe razredov, da bi privabili investitorje. Prvi od teh je **razred Z**,<sup>19</sup> ki je zadnji redni razred nepretočnih obveznic. Ta razred ima določeno fiksno kuponsko obrestno mero, po kateri se mesečno pripisujejo obresti. Od običajnih razredov se razlikuje po tem, da se investitorjem obresti izplačajo šele potem, ko so bile odplačane glavnice vseh prejšnjih razredov. Takrat lastnik prejme kupone, glavnico in natečene obresti. Na ta način ima ta razred značilnosti tako brezakuponske kot navadne obveznice (Saunders, 2000, str. 692).

---

<sup>15</sup> Naj le kot zanimivost omenim, da sta iz pretočne obveznice (Fabozzi, 2000, str. 234, 283) ustvarjeni dve nadaljnji izvedeni s hipotekami kriti obveznici: *collateralized mortgage obligation (CMO)* in *stripped mortgage-backed securities* (obstajajo tri vrste *stripped MBS*: *synthetic-coupon pass-throughs*, *interest-only/principal-only* obveznice in *CMO strips*). *Interest-only* obveznice izplačujejo le tiste denarne tokove, ki se naberejo iz plačil obresti na posojila, *principal-only* obveznice pa le denarne tokove, ki se financirajo iz glavnice posojil. Če se tržne obrestne mere zmanjšajo, pride do predplačil posojil, kar pomeni, da se ročnost *principal-only* obveznic skrajša in njihova vrednost poveča. Pri *interest-only* obveznicah pa je ravno obratno – ker bodo glavnice poplačane predčasno, bo manj obresti, to pa bo vplivalo na padec cene teh obveznic (Jorion, 2003, str. 181).

<sup>16</sup> Prvi oziroma najvišji je razred A. Čim višji je razred, nižja je obrestna mera, kar je tudi logično, saj imajo te obveznice krajšo dospelost.

<sup>17</sup> Predplačilo pomeni plačilo več mesečnih obveznosti ali celotne preostale glavnice v enkratnem znesku. Tveganje predplačil za investitorje pomeni možnost, da bo dejanska zapadlost vrednostnega papirja krajša kot tista, ki je bila določena ob njegovi izdaji. Investitor je torej izpostavljen tveganju reinvestiranja.

<sup>18</sup> Na primer, tranša C nosi zelo malo tveganja predplačila, če so relativne vrednosti tranš A, B in C 50 %, 40 % in 10 %. Obratno pa je, če so relativne vrednosti tranš A, B in C 10 %, 25 % in 65 %.

<sup>19</sup> Z je okrajšava za »*zero*«, vendar tu ne gre za pravo brezakuponsko obveznico (*zero-coupon bond*).



Pri obveznicah zadnjega razreda glede na kreditno tveganje, to je (rezidualnega) **razreda R** (*garbage class*), so lastniki deležni ostanka, če sploh kaj ostane, potem ko so bile odplačane vse obveznice vseh rednih razredov (Ribnikar, 1996, str. 50). Navadno nekaj ostane. Ni namreč možno natančno izenačiti pričakovanega denarnega toka od posojil z nasprotnim denarnim tokom (plačila obresti in odplačila glavnice za obveznice rednih razredov).

### 1.6.3 S premoženjem zavarovani vrednostni papirji

V prejšnjih dveh poglavjih sem obravnavala obveznice, zavarovane s standardnimi hipotekarnimi posojili.<sup>20</sup> Obveznice krite z vsemi posojili, razen s hipotekarnimi posojili s prvo (prednostno) pravico do zaplembe premoženja (*first-lien mortgage loans*), se imenujejo *asset-backed securities* (ABS) – s premoženjem krite obveznice (Fabozzi, 2000, str. 319). V nekaterih državah se za razliko od ZDA ta izraz nanaša na vse tipe listinjenih posojil. V diplomskem delu ga bom uporabljala v enakem pomenu, kot se uporablja v ZDA. S premoženjem krite obveznice so se razvile iz struktur, uporabljenih na trgu s hipotekami kritih vrednostnih papirjev. ABS so strukturirane po plačilni metodi in imajo več razredov. Ti vrednostni papirji so bili prvič izdani marca 1985 na podlagi avtomobilskih kreditov. V tem poglavju bom obravnavala glavne značilnosti s premoženjem zavarovanih vrednostnih papirjev.

S premoženjem krite obveznice se razlikujejo od pretočnih in nepretočnih obveznic v dveh glavnih lastnostih. Medtem ko že opisane obveznice pomagajo bankam in hranilnicam odstraniti hipoteke iz njihovih bilanc stanja, s premoženjem krite obveznice običajno ostanejo v bilanci stanja. Druga lastnost, po kateri se razlikujejo pa je, da obstaja pri pretočnih in nepretočnih obveznicah neposredna povezava med denarnimi tokovi primarnega premoženja in denarnim tokom imetnikom obveznic. Pri ABS te neposredne povezave ni, saj primarno premoženje predstavlja le zavarovanje, da bodo obresti in glavnica izplačane pravočasno in v celotnem znesku. V primeru stečaja izdajatelja imajo imetniki s premoženjem kritih obveznic prednostno pravico do premoženja, s katerimi so te obveznice zavarovane.

Ločena skupina posojil v bilanci stanja finančne institucije služi kot zavarovanje za izdane ABS. Vse s premoženjem krite obveznice so običajno še dodatno zavarovane (*credit enhanced*) ter tako investitorjem nudijo večjo zaščito pred izgubami. To presežno zavarovanje in prednostne pravice investitorjev do premoženja, s katerim so obveznice zavarovane, običajno zagotovijo visoko (pogosto najvišjo) bonitetno oceno obveznice, ki je običajno višja od bonitetne ocene finančne institucije. Posledica tega je, da investitorji za izdane obveznice zahtevajo nižjo obrestno mero, kot bi jo ti zahtevali za navadne obveznice obravnavane finančne institucije. Zato predstavljajo s premoženjem zavarovane obveznice cenejši vir

---

<sup>20</sup> S standardnimi hipotekarnimi posojili je mišljeno, da imajo posojilodajalci prvo (prednostno) pravico do zaplembe premoženja.

financiranja za izdajatelja (Saunders, 2000, str. 693–694). Gre torej za tretji pomen listinjenja po Ribnikarju (1996, str. 51).

## 1.7 Izboljšanje kakovosti izdaje

Ko se izdajatelj odloča, kako strukturirati razrede obveznic, mora vedno misliti na nivo izboljšanja kakovosti izdaje,<sup>21</sup> ki bo potreben za doseg zelene bonitetne ocene za vsak posamezen razred.<sup>22</sup> Listinjene obveznice imajo skoraj vedno vgrajeno neko vrsto izboljšanja kakovosti izdaje z namenom dviga kreditne sposobnosti premoženja v investicijski razred. Osnova za potrebno izboljšanje kakovosti izdaje so (pod vrsto predpostavk) ocenjene izgube za vsak razred. Tu pa imajo pomembno vlogo bonitetne agencije (kot so Moody's, Standard & Poor's in Fitch), ki ugotavljajo finančno moč strukture listinjenja za poplačilo obljubljenih denarnih tokov. Določijo potrebno izboljšanje kakovosti izdaje (*credit enhancement*), da zagotovijo, da bodo investitorji v celoti poplačani. Vsaka bonitetna ocena zahteva različno stopnjo zavarovanja.<sup>23</sup> Bonitetna ocena se lahko prevede v določeno višino izgube, ki jo morajo biti obveznice sposobne prenesti (Davidson et al., 2003, str. 24).

Medtem ko je nivo potrebnega povečanja kakovosti izdaje funkcija osnovnega jamstva, je lahko oblika izboljšanja kakovosti izdaje različna (odvisno od strukture listinjenja). Poznamo notranje in zunanje tehnike izboljšanja kakovosti izdaje. Večina transakcij je strukturirana tako, da sta uporabljeni obe tehniki.

### 1.7.1 Notranje tehnike izboljšanja kakovosti izdaje

Za notranje tehnike izboljšanja kakovosti izdaje je značilno, da se zanašajo le na primarno premoženje. Te tehnike vključujejo presežne obresti (*excess interest*), presežno zavarovanje (*overcollateralization*) ter nadrejeno/podrejeno strukturo (*senior/subordinated structure*).

V tipični transakciji **podrejanja** (*subordination*) so pravice podrejenih razredov (*junior classes*) investitorjev prejeti glavnico in obresti podrejene pravicam nadrejenih razredov (*senior classes*). V primeru izgub se le-te najprej prenesejo na imetnike podrejenih razredov

---

<sup>21</sup> Na splošno so potrebni nivoji izboljšanja kakovosti izdaje neodvisni od oblike izboljšanja kakovosti izdaj. Do zgodnjih devetdesetih let prejšnjega stoletja je bila za AAA oceno za petnajstletne s hipotekami pokrite obveznice (MBS) s fiksno obrestno mero potrebna 4 do 5 % stopnja zavarovanja za izgubo (loss coverage). V zadnjih letih so te stopnje zaradi strožjih zavarovalnih standardov in daljših zgodovinskih statističnih podatkov upadle, saj je omenjeno izboljšalo zmožnosti bonitetnih agencij predvideti izgube (*credit losses*) »bazenov« hipotek (Davidson et al., 2003, str. 289–290).

<sup>22</sup> Potrebno je opozoriti, da morajo izdajatelji pred uporabo katerekoli oblike izboljšanja kakovosti izdaje analizirati stroške njihove uporabe in prednosti v obliki višjih bonitetnih ocen in cenejšega financiranja. V trenutnem okolju nizkih razponov med obrestnimi merami je motivacija izdajateljev za izboljšanje bonitetne ocene relativno nizka, zagotovo pa nižja kot pred dvema letoma ali tremi leti (WestLB Financial Markets Research, 2005, str. 3).

<sup>23</sup> Obveznice z najvišjo oceno (AAA) zahtevajo najvišjo stopnjo zavarovanja.

(Davidson et al., 2003, str. 25). Ti tako »ščitijo« imetnike nadrejenih razredov pred možnimi primanjkljaji glavnice in obresti, ki so rezultat neplačil ali zamud pri plačilih (*defaults*). Namesto (Davidson et al., 2003, str. 208) da bi nudili zavarovanje pred tveganjem predplačil, so imetniki nadrejenega razreda obveznic zavarovani pred tveganjem neizpolnitve oziroma kršitve pogodbenih obveznosti (*default risk*). Razpoložljivi denarni tok obresti je zaradi tveganja predplačila negotov, tako da bonitetne agencije običajno zahtevajo celoten znesek zavarovanja pred izgubo v obliki glavnice. Iz tega sledi, da mora biti velikost podrejenega razreda vsaj tako velika kot prvotno zahtevana višina zavarovanja pred izgubo.<sup>24</sup> Bonitetne agencije določajo smernice glede velikosti podrejenih razredov (Davidson et al., 2003, str. 295).

Pri začetnih nadrejeno/podrejenih strukturah je Basel I zahteval, da je podrejeni razred obdržal izdajatelj. To zahtevo je leta 1987 odpravila regulativa Real Estate Mortgage Investment Conduit (REMIC), vendar pa se investitorji niso počutili varne, da bi vlagali v podrejeni razred. Tako je leta 1989 nastala struktura s tremi razredi,<sup>25</sup> tej pa so (v prihodnjih letih) sledile strukture z vedno več razredi. Ne glede na število razredov pa je vsem strukturam skupno, da morajo zadovoljiti zahtevam bonitetnih agencij glede zavarovanja pred izgubo. Te zahteve je moč zadovoljiti samo s podrejenim razredom ali pa v kombinaciji s kakim drugim načinom izboljšanja kakovosti izdaje (Davidson et al., 2003, str. 295–296).

Naslednja oblika notranjih tehnik je **presežno zavarovanje** (*overcollateralization – OC*), ki predstavlja razliko med vrednostjo primarnega premoženja in nominalno vrednostjo obveznic. Začeten znesek presežnega zavarovanja je ustvarjen, ko so obveznice izdane. Če je na primer 100 milijonov EUR obveznic zavarovanih s 107 milijoni EUR podrejenega premoženja, je znesek presežnega zavarovanja 7 milijonov EUR, kar pomeni, da je transakcija 7 % presežno zavarovana (Davidson et al., 2003, str. 25).

**Presežne obresti**<sup>26</sup> (*excess interest*) predstavljajo razliko med obrestno mero, ki jo plačajo posojilojemalci in obrestno mero, ki jo dobijo investitorji. Navadno je prva višja od druge.

---

<sup>24</sup> Tako bi na primer za »bazen« 100 milijonov USD 30-letnih posojil s fiksno obrestno mero, ki potrebuje 8 % zavarovanje pred izgubo, potrebovali podrejeni razred v velikosti 8 milijonov. Na ta način bi nadrejeni razred dobil oceno AAA, saj bi tako zagotovili zadostno zavarovanje pred izgubo. V strukturah, ki imajo podrejeni razred, bo celotni znesek kreditne zaščite (*credit support*) enak vsoti višine glavnice ter vseh plačil obresti, ki se preusmerijo k nadrejenemu razredu ter na ta način zagotavljajo več kot potrebnih 8 %.

<sup>25</sup> Podrejeni razred se je razdelil na nadrejeno-podrejeni ali tako imenovani »*mezzanine*« razred (ponavadi z oceno BBB), ki je spadal v investicijski razred, ter nižji podrejeni ali rezidualni razred (*junior-subordinated class*).

<sup>26</sup> Za nekatere neagencijske s hipotekami pokrite obveznice je zavarovanje sestavljeno iz hipotek z izrazito različnimi karakteristikami posojila. Zavarovanje je lahko sestavljeno tako iz hipotek s fiksno kot iz hipotek s spremenljivo obrestno mero. Denarni tok od posojil s fiksno obrestno mero se najverjetneje razporedi k imetnikom razredov s fiksno obrestno mero, medtem ko gre denarni tok od posojil s spremenljivo obrestno mero najverjetneje imetnikom razredov s spremenljivo obrestno mero. Vendar pa v primerih, ko pri eni vrsti zavarovanja pride do kakršnihkoli neizpolnitev ali kršitev pogodbenih obveznosti, se lahko presežne obresti od druge vrste zavarovanja uporabijo za plačilo (*cross-collateralization*) imetnikom vseh nadrejenih razredov s

Presežne obresti so na voljo za pokrivanje kakršnihkoli izgub, ki se pojavijo v obdobju plačevanja obresti. Če pride do neplačila ali zamude pri plačilu posojila, se lahko za plačila imetnikom obveznic uporabijo presežne obresti (Davidson et al., 2003, str. 25).

V nasprotju s presežnim zavarovanjem se presežne obresti zbirajo na maržnem računu (*spread account*) in so namenjene pokrivanju morebitnih tekočih izgub primarnega premoženja (*underlying pool*). Ko se na računu nabere ciljni nivo presežnih obresti, se preostale presežne obresti razdelijo med imetnike rezidualnega razreda (Davidson et al., 2003, str. 26).

Stopnja predplačil ima pomembno vlogo pri ocenjevanju zmožnosti transakcije »prenesti« izgube. Višja stopnja predplačil od pričakovane zmanjša vrednost glavnice listinjenega »bazena« in posledično osnovo, na kateri so osnovana plačila obresti. Posledica tega je, da je v transakciji na razpolago manj presežnih obresti, kar pa zmanjša zaščito pred prihodnjimi izgubami. Predplačila imajo po eni strani pozitiven učinek, saj se izgube ne morejo pojaviti pri posojilih, ki so že v celoti predplačana. Po drugi strani pa so k predplačilom nagnjeni bolj kakovostni posojilojemalci, tako da v »bazenu« ostaja večja koncentracija bolj tveganih posojilojemalcev glede na začetni »bazen« posojil (Davidson et al., 2003, str. 333–334).

Za vse zgoraj opisane notranje tehnike izboljšanja kakovosti izdaje mora biti celoten znesek kreditne zaščite razpoložljiv na začetku ali takoj po začetku transakcije (*cut off date*). Začetni zahtevani znesek kreditne zaščite se mora zagotavljati daljše časovno obdobje (Davidson et al., 2003, str. 296–297). Torej, če vrednost »bazena« pade, se le-ta vsaj nekaj prvih let ne zmanjša (konzervativen pogled bonitetnih agencij).

### 1.7.2 Zunanje tehnike izboljšanja kakovosti izdaje

Izboljšanje kakovosti izdaje lahko zagotavlja tudi zunanji porok. Zunanje tehnike se zanašajo na ugled oziroma bonitetno oceno tretje stranke. Primarni vir zunanjega izboljšanja kakovosti izdaje so podjetniške garancije, zavarovanje pri zavarovalnici ter akreditiv.

Izdajatelj ali pa tretja oseba z zadostno bonitetno oceno lahko zagotovi **akreditiv** (*letter of credit – LOC*) v višini, ki jo zahteva bonitetna agencija, da se izboljša kakovost izdaje ali pa v manjšem znesku, da se dopolni ali pa višje vrednoti druge oblike izboljšanja kakovosti izdaje. Za zavarovanje investitorja pred tako imenovanim »event risk«<sup>27</sup> so nekateri akreditivi oblikovani tako, da se spremenijo v gotovino, če se ponudniku akreditiva zniža bonitetna ocena (Davidson et al., 2003, str. 299).

---

hipotekami pokritih obveznic, ne glede na vrsto obveznice (s fiksno ali spremenljivo obrestno mero), preden se le-te usmerijo k imetnikom podrejenih razredov.

<sup>27</sup> S tako imenovanim »event risk« je mišljeno tveganje nekega izrednega oziroma nepričakovanega dogodka (na primer sprememba bonitetne ocene izdajatelja).

Podjetje lahko jamči za celotno in pravočasno plačilo obresti in glavnice ne glede na »uspešnost« (performance) primarnega premoženja (Davidson et al., 2003, str. 26). **Podjetniške garancije** so lahko uporabljene kot samostojno zavarovanje ali pa v kombinaciji z drugimi oblikami izboljšanja kakovosti izdaje, da zagotovijo zahtevano zavarovanje pred izgubo za pridobitev določene bonitetne ocene (Davidson et al., 2003, str. 299). Vendar pa, če primarno zavarovanje zagotavlja entiteta z bonitetno oceno, se v primeru znižanja bonitetne ocene zavarovalca, obveznica ponovno ovrednoti in je v nevarnosti znižanja bonitetne ocene.<sup>28</sup>

Tretja oblika zunanjega jamstva je zavarovanje pri **zavarovalnici**. Zavarovalnica pregleda primarno premoženje in strukturo transakcije ter tako določi stopnjo tveganja, ki jo je pripravljena sprejeti. Izdajatelju za svoje jamstvo zaračuna premijo (Davidson et al., 2003, str. 26).

Uporaba zunanjih tehnik izboljšanja kakovosti izdaje je zaradi skrbi glede bonitetnih ocen tretjih oseb, ki zagotavljajo zavarovanje, in zaradi bolj stroge kapitalskega obravnave izdajateljevih nadomestil finančnim institucijam od osemdesetih let prejšnjega stoletja znatno upadla. Podrejeno/nadrejena struktura je trenutno daleč najbolj razširjena tehnika izboljšanja kakovosti izdaje.

## 1.8 Prednosti in pomanjkljivosti listinjenja

Listinjenje ponuja številne prednosti, ki so tudi vzrok za njegovo hitro rast. Najpomembnejše so:

- + prva prednost je v tem, da listinjenje lahko ponudi cenejše ali dolgoročnejše zadolževanje, kot če bi se prodajalec sam zadolžil pri bankah ali z izdajo navadnih obveznic. To je pogosto zato, ker so prodane terjatve bolj kakovostne kot sredstva prodajalca, investitorji pa so pozorni na kreditno kakovost primarnega premoženja in ne na kreditno kakovost izdajatelja listinjenih vrednostnih papirjev (Wood, 1995, str. 45);
- + to je zlasti pomembno za majhne in srednje velike finančne institucije, ki so lahko premajhne ter imajo premajhen ugled (*credit reputation*) za lahko pridobitev likvidnosti na denarnih trgih (Fabozzi, 2001, str. 68). Tako listinjenje omogoča dostop do enakih virov kapitala tako majhnim kot velikim podjetjem (Fabozzi, 2001, str. 172);
- + za originatorje pomeni listinjenje neposreden dostop do denarja, na katerega bi sicer čakali še mesece ali leta (Saunders, 2000, str. 666);

---

<sup>28</sup> Ko se je v zgodnjih devetdesetih letih prejšnjega stoletja Citibank znižala bonitetna ocena, se je le-ta znižala tudi za vse, razen za zelo stare (*highly seasoned*) s hipotekami pokrite vrednostne papirje (MBS), za katere je omenjena banka jamčila.

- + z vidika investitorjev so listinjena sredstva tako kot »bazen« posojil varnejša od tradicionalne prodaje posojil ali soudeležb, saj so diverzificirana. Zlasti sredstva zbrana v »bazen« predstavljajo večje število posojilojemalcev v nasprotju z enim (ali morda dvema) pri tradicionalnih prodajah posojil. Statistično povzroča zbiranje sredstev v »bazen« zmanjšanje celotnega tveganja ter bolj predvidljivo stopnjo kršitev oziroma neizpolnitev pogodbenih obveznosti kot posamezna posojila (Fabozzi, 2001, str. 85–86). Prav tako pa pomeni listinjenje tudi diverzifikacijo za originatorje. Institucije, ki svoja sredstva listinijo, lahko prenesejo kreditno tveganje terjatev na jamstvene agencije ali investitorje, ki obveznice kupijo<sup>29</sup> (Fabozzi, 2001, str. 64–65);
- + značilnost bank (te so pogosto originatorji) je, da so njihove obveznosti večinoma kratkoročne, medtem ko so njihova sredstva v glavnem dolgoročna. Pri tem si lahko pomagajo s postopkom listinjenja, ki zmanjšuje razliko med trajanjem sredstev in obveznosti (skrajša trajanje sredstev ter v primeru, da obveznice ostanejo v bilanci stanja, poveča trajanje obveznosti) in na ta način zmanjša izpostavljenost tveganju spremembe obrestne mere ter tako omogoča usklajevanje ročnosti sredstev in obveznosti (*asset/liability matching*) oziroma njihovo učinkovitejše upravljanje (Mohorič, 2000, str. 4);
- + običajno originator še vedno služi provizijo za servisiranje, čeprav sredstva niso več v njegovi bilanci stanja. Ob predpostavki, da lahko institucija stroškovno učinkovito servisira posojila, provizija iz servisiranja ustvarja dodaten čisti dobiček, v splošnem pa ne potrebuje znatnih povečanj sredstev ali lastniškega kapitala (Fabozzi, 2001, str. 65);
- + originator, ki ima prevelik finančni vzvod (Vinter, 1995, str.143), lahko uporabi listinjenje za učinkovito odstranitev dela svojih obveznosti iz bilance stanja (z uporabo iztržka od listinjenja za poplačilo dela svojih obveznosti);
- + proces listinjenja predstavlja za originatorje alternativni vir financiranja sedanjim virom financiranja sredstev (Fabozzi, 2001, str. 25). Investitorjem pa omogoča širši nabor investicijskih možnosti, večinoma z višjimi bonitetnimi ocenami in nižjo kreditno volatiliteto v primerjavi s podjetniškimi obveznicami (Bhattacharya, Fabozzi, 1996, str. 271). Te obveznice ponavadi nudijo tudi višje obrestne mere kot tradicionalni dolžniški instrumenti s primerljivo bonitetno oceno (Shaw, 1996, str. 12);
- + pogosto je najpomembnejši cilj opredelitev listinjenja kot prodajo sredstev. Medtem ko v večini primerov ne spremeni zneska rezervnega kapitala originatorja, namenjenega za pokrivanje pričakovanih kreditnih izgub »bazena« terjatev, odstrani terjatve in z njimi povezane obveznosti iz originatorjeve bilance stanja. Opredelitev listinjenja kot prodajo sredstev se za originatorja lahko odrazi v več prednostih. Najprej se bodo verjetno izboljšali originatorjevi finančni kazalci (kot na primer dolg na lastniški kapital). Še pomembneje pa je, da odstranitev sredstev in z njimi povezanega dolga iz bilance stanja

---

<sup>29</sup> Vendar pa listinjenje ne prenese vsega kreditnega tveganja od originatorja na investitorje, ampak ga le omeji, saj je originator običajno izpostavljen prvi izgubi (je pogosto lastnik obveznic podrejenih tranš) v transakciji. Prenese katastrofična tveganja, to so tveganja, da bi izgube iz terjatev dosegle nepričakovano veliko vrednost, ki bi lahko ogrozila preživetje podjetja (Asset Securitization, 1997, str. 7).

originatorja poveča verjetnost za realizacijo znatnih prihrankov pri lastniškem kapitalu, ki so enaki znesku lastniškega kapitala, ki bi ga moral originator držati za listinjene terjatve. Prodaja terjatev prav tako vpliva na originatorjev izkaz poslovnega izida. V primeru, da je obrestna mera terjatev višja od stroškov financiranja, bo imel originator v času prodaje dobiček. Dodatno pa provizija za servisiranje še poveča čisti dobiček banke. Kombinacija povečanja neto dobička in zmanjšanja sredstev ima velik vpliv na donosnost sredstev (ROA – return on assets), ki se poveča (Norton, Dupler, Spellman, 1995, str. 12). Povečanje neto dobička pa podobno vpliva tudi na donosnost lastniškega kapitala (ROE – return on equity);

- + banke imajo zakonsko določeno največjo izpostavljenost do posameznega posojilojemalca. Z listinjenjem zmanjšajo izpostavljenost do zadevnega posojilojemalca, kar omogoči odobravanje novih posojil dotični stranki (Abramović, 2001, str. 9–13);
- + ker se pri listinjenju investitorji v svoji kreditni analizi osredotočajo predvsem na denarni tok, ki izhaja iz premoženja, ki se listini, je obseg informacij, ki jih mora originator razkriti, minimiziran.<sup>30</sup> Poleg podrobnih informacij o listinjenem premoženju investitorje zanimajo tudi informacije v povezavi z jamstvom originatorja in dejavnostjo servisiranja. Vse ostale informacije glede originatorjevega širšega poslovanja, pa so zanje navadno manj pomembne (Norton, Dupler, Spellman, 1995, str. 11–13);
- + vseeno pa se investitorji lahko okoristijo s kvaliteto razpoložljivih informacij v procesu listinjenja. Ko so sredstva listinjena, originator običajno zagotovi razkritje poslovanja premoženja, ki lahko vsebuje več informacij kot pa jih originator razkrije v svojih finančnih izkazih. Prav tako obstaja večja transparentnost v smislu originatorjevih kapacitet servisiranja in zavarovanja (Demistifying Securitization for Unsecured Investors, 2003, str. 5);
- + listinjenje tudi omogoča, da so izdane obveznice prilagojene potrebam različnih razredov investitorjev (Fabozzi, 2001, str. 3);
- + ti vrednostni papirji zaradi izboljšanja kakovosti izdaje običajno nudijo višji nivo zavarovanja pred kreditnim tveganjem in znižanjem bonitetne ocene (Shaw, 1996, str. 12);
- + listinjenje pa prinaša tudi prednosti za posojilojemalce, saj ima originator, zaradi prodaje premoženja ter izdaje listinjenih obveznic, več likvidnih sredstev, ki jih lahko proda, če bi potreboval kapital. To naj bi zmanjšalo razpon med obrestno mero za posojila in netvegano obrestno mero (Fabozzi, Modigliani, 1996, str. 664).

Kljub mnogim privlačnim prednostim listinjenja so se ob njegovi uporabi pokazale tudi nekatere pomanjkljivosti:

- da stroškovno upravičimo privatno izdajo listinjenih sredstev, zagotavlja minimalno 50 mio USD posojil realistično merilo, za javno izdajo pa je potrebno vsaj za 100 mio USD posojil. Provizije pravnikov in investicijskih bank predstavljajo glavne stroške izdaje. V

---

<sup>30</sup> Originator mora razkriti veliko manj informacij, kot bi jih moral pri običajnem zadolževanju na trgu kapitala, kjer mora podjetje v ponudbi za prodajo in prospektu razkriti mnoge zakonsko določene informacije.

bančnem sistemu obstaja veliko število manjših bank, ki na individualni ravni niso sposobne ustvariti tako velikih »bazenov« premoženja za prodajo. Vseeno pa lahko banke na kolektivni osnovi združijo sredstva ter tako vstopijo v proces listinjenja (Fabozzi, 2001, str. 85);

- naslednja ovira se nanaša na izdajo povračilnega zahtevka (*recourse*), ki pomeni, da ima investitor v primeru neizpolnitve ali kršitve pogodbenih obveznosti s strani kateregakoli posojilojemalca, zahtevek do originatorja. V primeru, da je povračilni zahtevek zagotovljen, tveganje premoženja ni učinkovito odstranjeno iz bilance stanja posojilodajalca, zato je potrebno zanj še vedno zagotavljati kapitalsko ustreznost. Tako premoženje je z vidika zahtev o kapitalski ustreznosti obravnavano, kot da ni prodano (Fabozzi, 2001, str. 85);
- investitorji so izpostavljeni različnim tveganjem, ki izhajajo iz obveznic. Poleg kreditnega tveganja so tu še tveganje predčasnih odplačil posojil, nepravočasnega poravnavanja kreditnih obveznosti in posledično obveznosti iz obveznice in tveganje reinvestiranja (Mejač Krassnig, 1997, str. 12);
- slaba stran združevanja posojil v »bazene« (*poolinga*) je kupčeva nezmožnost oceniti kvaliteto primarnega premoženja. Analizirati mora ne le eno, ampak na stotine posojil v paketu. Tudi če bi kupec imel čas in znanje za analiziranje teh posojil, bi bilo že samo pridobivanje dokumentacije drago in bi izgubilo smisel sodelovanja v listinjenju.<sup>31</sup> Kljub temu pa se mora kupec paziti napačno izbranih posojilojemalcev (*lemons*) – takih, ki bodo nehali plačevati. Kar se tega tiče, je tržna disciplina kupčeva najboljša obramba. Če originator listinjenega premoženja postane znan po prodajanju slabih posojil, bo njegovo dobro ime na trgu uničeno. Če pa bo izločal le dobra posojila, kupci sicer ne bodo morali skrbeti glede kvalitete posojil, vendar pa bo s tem relativna kvaliteta originatorjevega premoženja, tako kot njegova bonitetna ocena, hitro padla. Očitno nobena od teh dveh ekstremnih situacij na trgu ne bi obstala. Rešitev originatorjeve dileme je v vzdrževanju ravnovesja med kvaliteto listinjenega in lastnega premoženja. Na učinkovitih trgih se bo ekstremno obnašanje v katerokoli smer izkazalo za drago ter bo pripeljalo do večje regulatorne intervencije (Fabozzi, 2001, str. 86);
- še ena pomanjkljivost pa je v možnosti »potvarjanja« finančnih izkazov. »Potvarjanje« se nanaša na uporabo listinjenja s strani podjetij v finančni krizi (*distressed companies*), ki želijo z izvenbilančnim financiranjem izboljšati kapitalizacijo, finančni vzvod ter kazalce donosnosti (izkoristiti prednosti listinjenja). Obstaja torej nevarnost, da bi tržni udeleženci izboljšanje finančnih kazalcev interpretirali kot izboljšano finančno stanje,<sup>32</sup> kar pa v resnici ne drži (Bhattacharya, Fabozzi, 1996, str. 18).

---

<sup>31</sup> Investitorju so pri investicijskih odločitvah lahko v pomoč bonitetne ocene listinjenih vrednostnih papirjev, saj le-te odražajo kakovost primarnega premoženja.

<sup>32</sup> Ta argument ima neko težo za neizkušene, vendar pa lahko natančna analiza pokaže, da sploh ni tako pomemben. S strani investitorjev v listinjene vrednostne papirje je pomembno oceniti stopnjo korelacije med kreditno kakovostjo izdajatelja in strukturnimi in kreditnimi varovali, vgrajenimi v strukturo listinjenja. V primeru izdajateljevega stečaja so investitorji zavarovani vse dotlej, dokler se zagotavlja kreditna zaščita.



Medtem ko listinjenje ni primerno v vseh situacijah ali za vse originatorje in investitorje, pa so prednosti, ki jih ta tehnika ponuja, precejšnje. To tudi pojasnjuje njegovo hitro rast na številnih trgih.

## 2 BONITETNE AGENCIJE

### 2.1 Vloga bonitetnih agencij

Bonitetne agencije prispevajo k večji učinkovitosti delovanja mednarodnih finančnih trgov. Njihovo poslanstvo je v podajanju neodvisnega mnenja o kreditni sposobnosti različnih izdajateljev vrednostnih papirjev in posojilojemalcev ter na tej osnovi objavijo svojo oceno sposobnosti izdajateljev vrednostnih papirjev ali posojilojemalcev, da bodo redno in v celoti izpolnili vse obveznosti (Kovač, 2002, str. 7). Na ta način pripomorejo k premagovanju problemov, povezanih z asimetrijo informacij ter izboljšanju učinkovitosti in transparentnosti finančnih trgov (The role of ratings in structured finance, 2005, str. 34). Ocena kreditne sposobnosti izdajateljev je pomemben vir informacij investitorjem za njihovo naložbeno odločanje, predvsem tistim, katerih poslovanje ni podprto z lastno usposobljeno bonitetno službo. Tudi najbolj izkušeni vlagatelji nimajo toliko znanja ali pa denarnih sredstev, da bi se jim izplačalo brez pomoči bonitetnih agencij analizirati vse potencialne investicije, ki so jim na voljo v različnih industrijah in državah. S tem je prisotnost neodvisnih mednarodnih rating agencij na finančnih trgih ne samo upravičena, ampak tudi nujna (Kovač, 2002, str. 7–8).

Kompleksnost instrumentov listinjenja, ki je rezultat zbiranja posojil v »bazene«, različnih razredov obveznic in velikega števila udeležencev, pomaga razložiti posebno vlogo bonitetnih agencij na trgih listinjenja. One zagotavljajo kreditno oceno primarnega premoženja, nudijo informacije o strukturnih značilnostih teh obveznic ter so vključene v njihovo oblikovanje. Slednje tudi razlikuje bonitetne ocene listinjenih instrumentov od tistih za tradicionalne instrumente<sup>33</sup> (The role of ratings in structured finance, 2005, str. 34). Bonitetne agencije so pomembne tudi zato, ker je tržnost (*marketability*) listinjenih proizvodov v veliki meri odvisna od moči izboljšanja kakovosti izdaje. Zagotavljajo pa tudi, da je struktura izboljšanja kakovosti izdaje skladna z dodeljeno bonitetno oceno (Fabozzi, 2001, str. 213).

Viri dodane vrednosti bonitetnih agencij na področju listinjenja so predvsem (The role of ratings in structured finance, 2005, str. 42):

---

Pomembno je, da ni odvisna od kreditne sposobnosti izdajatelja ter da sporazumi zagotavljajo alternativni dogovor o servisiranju.

<sup>33</sup> S tradicionalnimi instrumenti so mišljeni vsi nezavarovani vrednostni papirji.

- velika količina zbranega znanja in informacij (imajo vpogled v vsak posamezen posel, zaradi tega imajo tudi največje baze podatkov o poslovanju različnih razredov premoženja, pravnih mnenj in podobno) ter zmožnosti analiziranja;
- sposobnost analiziranja različnih kategorij primarnega premoženja ter listinjenja v različnih državah. To je zlasti pomembno na evropskih trgih, kjer obstajajo omejene razpoložljivosti zgodovinskih podatkov glede izgub in poslovanja premoženja ter razlike med zakonodajami;
- nadzor bonitetnih agencij nad že izdanimi vrednostnimi papirji;
- zmožnost hitre prilagoditve razvoju na trgu ter postavljanje okvirjev, ki predstavljajo osnovo za tržne standarde.

Aktivna prisotnost bonitetnih agencij na trgih listinjenja prispeva k oblikovanju sprejetih standardov za omenjene trge. Vloga ocenjevalnih agencij je zato še posebej izrazita pri oblikovanju novih trgov, pri listinjenju novih vrst premoženja in ob novi zakonodaji. Pomembne pa so tudi v situacijah, ko so investitorji soočeni z relativno visokimi stroški ocenjevanja strukture in tveganja listinjenih vrednostnih papirjev (The role of ratings in structured finance, 2005, str. 34).

S prisotnostjo verodostojnih ocenjevalnih agencij se lahko pozornost investitorjev s kreditnega tveganja usmeri na druga tveganja. Zaradi tega so učinkovite, neodvisne in verodostojne bonitetne agencije, ki razvijajo modele za ocenjevanje in spremljanje kreditnih tveganj ter zagotavljajo ključne informacije, prednostnega pomena pri razvijanju trgov za listinjenje. Dobre bonitetne ocene omogočajo izdajatelju pridobitev finančnih sredstev pod ugodnejšimi pogoji oziroma po nižji obrestni meri, saj je višja bonitetna ocena znak nižje stopnje tveganja za investitorje. Visoka bonitetna ocena ocenjene institucije ali instrumenta pa je tudi verodostojno merilo investitorjem na mednarodnem finančnem trgu, da lahko investirajo presežke lastnih finančnih sredstev oziroma sredstev, ki so jim zaupana v upravljanje, v to institucijo ali instrument. Na ta način je institucionalnim investitorjem, ki so običajno omejeni na investicije z oceno iz investicijskega razreda, na razpolago več naložbenih možnosti (Fabozzi, 2001, str. 213).

## **2.2 Bonitetna ocena vrednostnega papirja**

Na mednarodnih trgih kapitala obstaja širok spekter izdajateljev in veliko število investitorjev, ki iščejo investicijske priložnosti izven svojih domačih trgov. Bonitetne ocene pripomorejo k zblizanju teh dveh skupin. Večina investitorjev nima zmožnosti (znanja in denarja) za specializirano kreditno analiziranje, potrebno za pregledovanje vseh trgov, za katere se zanimajo, še posebno na področju listinjenja. Tudi tisti, ki imajo te zmožnosti, pogosto želijo imeti dostop še do drugih mnenj. Pri tako velikem številu imen, držav in struktur je razumljivo, da si investitorji vse bolj želijo neodvisno mnenje o kreditni kakovosti

posameznih vrednostnih papirjev. Bonitetna ocena zagotavlja razumljivo, hitro in zanesljivo oznako kreditne kakovosti ter na tak način prihrani čas pri investicijskih odločitvah (Norton, Dupler, Spellman, 1995, str. 161).

Sistem ocenjevanja vrednostnih papirjev je leta 1909 izumil John Moody. Njegov namen je investitorjem s preprostim stopenjskim sistemom prikazati relativno kreditno kakovost vrednostnih papirjev (Introduction to Credit Ratings, 2005). Bonitetna ocena dolga odraža verjetnost, da bo izdajatelj v celoti in v dogovorjenem roku poplačal glavnico in obresti. Ocena je narejena na osnovi analiz poslovanja in drugih dejavnikov in daje neodvisno mnenje o kreditni kakovosti izdaje ali izdajatelja. Glede na obseg vrednostnih papirjev, ki so naprodaj, so jedrnatе informacije ključnega pomena. Zato so tudi bonitetne ocene v obliki simbolov. Vsaka agencija za ocenjevanje kreditnega tveganja oblikuje svoje simbole. V Tabeli 1 so od najvišje do najnižje prikazane dolgoročne bonitetne ocene treh glavnih agencij, ki nastopajo na trgih listinjenja.<sup>34</sup>

Tabela 1: Dolgoročne bonitetne ocene izbranih ocenjevalnih agencij

<b>S &amp; P</b>	<b>Moody's</b>	<b>Fitch</b>
AAA	Aaa	AAA
AA	Aa	AA
A	A	A
BBB	Baa	BBB
BB	Ba	BB
B	B	B
CCC	Caa	CCC
CC	Ca	CC
C	C	C
D		D

Vir: Tavakoli, 2001, str. 9.

Stopnje kreditne kakovosti so prikazane z bonitetnimi simboli. Vsak simbol predstavlja skupino, v kateri so kreditne značilnosti večinoma enake. Ocene vseh agencij so običajno izražene s črkami od najvišje A proti D (pri bonitetnih agencijah Fitch in S&P's) oziroma C (pri agenciji Moody's). Pri tem več črk pomeni višjo oceno, ki pa ne presega nižje črke v abecedi<sup>35</sup> (Štiblar, 2000, str. 9). Obstaja deset (pri bonitetni agenciji Moody's devet) različnih simbolov, od tistih, ki označujejo najmanjše kreditno tveganje (AAA<sup>36</sup> oziroma Aaa), do tistih, ki pomenijo največje kreditno tveganje (D oziroma C). Poleg ocen v Tabeli 1 agencije včasih dodajo še oznake za označevanje dodatnih stopenj v okviru posamezne ocene. Ocenjevalna agencija Moody's vsaki splošni bonitetni oznaki od Aa do Caa doda številke<sup>37</sup> 1,

<sup>34</sup> Obstajajo še druge bonitetne agencije, vendar so omenjene najpomembnejše na tem področju ter predstavljajo merilo za primerjave (*benchmark*).

<sup>35</sup> A je boljše od BBB.

<sup>36</sup> Za pridobitev ocene AAA morajo biti denarni tokovi in struktura vrednostnega papirja »sposobni« utrpeli izgube iz zgodovinsko absolutno najslabših možnih scenarijev.

<sup>37</sup> 1 označuje manjše kreditno tveganje kot 2 ali 3, 2 pa večje kot 1 in manjše kot 3.

2 ali 3. Fitch in S&P namesto številskih oznak uporabljata oznake plus (+) ali minus (-), kjer plus pomeni enako kot 1, minus pa enako kot 3 pri bonitetni agenciji Moody's (Introduction to Credit Ratings, 2005).

Bonitetne ocene od AAA (Aaa) do BBB (Baa) spadajo v investicijski razred (*investment grade ratings*), od BB (Ba) navzdol pa v neinvesticijski oziroma špekulativni razred (*speculative grade ratings*). Ocene iz investicijskega razreda pomenijo relativno nizko verjetnost neizpolnitve oziroma kršitve pogodbenih obveznosti s strani dolžnika. Ocene iz špekulativnega razreda pa investitorjem sporočajo večjo verjetnost neizpolnitve oziroma kršitve pogodbenih obveznosti s strani dolžnika ali pa, da je do tega že prišlo.<sup>38</sup> Merjeno v daljšem časovnem obdobju je do neizpolnitev oziroma kršitev pogodbenih obveznosti pri ameriških podjetniških obveznicah, ocenjenih z oceno AAA, v povprečju prišlo v manj kot 0,10 % primerov na leto, za obveznice, ocenjene z BBB, je ta odstotek znašal 0,35 %, za tiste z oceno B pa 3,0 % (Fitch Ratings Definitions, 2005).

Listinjene obveznice so bile že od njihovega začetka večinoma ocenjene. Izdajatelji teh instrumentov so očitno želeli, da bi bili slednji ocenjeni z enakimi simboli kot običajni vrednostni papirji. Investitorji bi bili na tak način pripravljene in zmožni (nekateri investitorji so pri svojih investicijskih odločitvah omejeni z minimalno bonitetno oceno) investirati v te nove proizvode (The role of ratings in structured finance, 2005, str. 2).

Boniteta listinjenega vrednostnega papirja je povezana s kakovostjo terjatev in ponavadi ni odvisna od kvalitete izdajatelja ali banke, ki je posojilo odobrila. Odvisna pa je od vrste udeležencev v procesu listinjenja. Gre za tako imenovane »podporne« bonitetne ocene (*supporting ratings*). Njihova sprememba lahko vpliva na bonitetno oceno izdaje. Ta odnos je bil lepo viden v zgodnjih devetdesetih letih prejšnjega stoletja na trgu s hipotekami kritih vrednostnih papirjev v Veliki Britaniji. Takrat je znižanju bonitetne ocene manjšemu številu zavarovalnic, ki so nudile izboljšanje kakovosti izdaje, sledilo znižanje bonitetne ocene večjemu delu izdaj (Norton, Dupler, Spellman, 1995, str. 164).

### 2.2.1 Odsotnost bonitetne ocene

Bonitetna ocena je lahko umaknjena ali pa nedodeljena zaradi razlogov, ki niso povezani s kreditno kakovostjo izdaje. Kadar bonitetna ocena ni dodeljena, je lahko razlog eden od naslednjih (Introduction to Credit Ratings, 2005):

- prošnja ni bila prejeta ali odobrena;

---

<sup>38</sup> Za dolžnike, ocenjene z oceno D, je značilno, da ne izpolnjujejo svojih plačilnih obveznosti ali so tik pred stečajem.

- izdaja ali izdajatelj pripada skupini vrednostnih papirjev ali institucij, ki zaradi usmeritve agencije niso ocenjene;
- pomanjkanje bistvenih podatkov, ki se nanašajo na izdajo ali izdajatelja;
- gre za privatno izdajo (v teh primerih bonitetna ocena ni objavljena v publikacijah bonitetne agencije).

Bonitetna ocena se umakne v primeru novih pomembnih okoliščin, katerih učinki onemogočajo zadovoljivo analizo, kadar novi primerni podatki niso dostopni, ko pride do odplačila obveznice ali zaradi drugih razlogov (Introduction to Credit Ratings, 2005).

### 2.2.2 Spremembe bonitetnih ocen

Bonitetna kakovost večine izdajateljev in njihovih obveznosti se v času spreminja. Zato prihaja tudi do sprememb bonitetnih ocen. Do zvišanja ali znižanja bonitetne ocene lahko v primeru individualne izdaje pride kadarkoli. Take spremembe naj bi opozarjale, da bonitetna agencija opazuje spremembe v kreditni kakovosti ali da prejšnja ocena ni v celoti odražala kvalitete vrednostnega papirja. Pogostejše spremembe bonitetnih ocen so pričakovane pri vrednostnih papirjih z nižjimi bonitetnimi ocenami (zaradi višjega kreditnega tveganja, ki ga nosijo). Kljub temu naj bi uporabnik bonitetnih ocen sistematično preverjal vse bonitetne ocene, ne glede na to ali so visoke ali nizke. Tako bi bil sposoben hitro opaziti znake možnih sprememb bonitetnih ocen (Introduction to Credit Ratings, 2005). Na ta način bi lahko predvidel znižanje tako imenovane »longterm foreign issuer« bonitetne ocene Deutsche bank leta 1999 pri ocenjevalni agenciji S&P's, saj ji je 23. 11. 1998 omenjena agencija dodelila negativen vidik (outlook) ter ji kasneje, 17. 5. 1999, oceno tudi znižala z AA+ na AA. Omenjeno oceno je S&P's Deutsche bank od leta 1986 pa do danes trikrat znižala, in sicer z AAA na AA- (Bloomberg, 2005). Takih primerov je še veliko več in se pri določenih institucijah ali izdajah tudi bolj pogosto pojavljajo.

### 2.2.3 Pomanjkljivosti bonitetnih ocen

Bonitetne agencije imajo pomembno vlogo pri razvoju listinjenja. Vendar pa je pomembno razmisliti o tem, ali so njihove bonitetne ocene sploh dosledne in zanesljive.

Verodostojnost bonitetnih ocen opredeljujeta vsaj dva dejavnika: primerljivost bonitetnih ocen istih ocenjevanih institucij in pravočasna reakcija na potencialne finančne težave. Na podlagi sofisticiranosti služb kreditnih analiz, ki jih premorejo bonitetne agencije, je pričakovana visoka primerljivost ocen tveganja, ki se mu izpostavijo tuji upniki ob odobravanju naložb v isto institucijo. Vendar pa primerjalna analiza Kovačeve<sup>39</sup> (2002, str. 7)

---

<sup>39</sup> Primerjala je bonitetne ocene, ki so jih dodelile agencije S&P's, Moody's in Fitch dvajsetim največjim bankam srednje in vzhodne Evrope po kriteriju obsega kapitala. Kar v štirih primerih je ugotovila največje

o bonitetnih ocenah dolgoročnega tveganja, dodeljenih bankam srednje in vzhodne Evrope, vnese v nas dvom o njihovi verodostojnosti.

Dvom o verodostojnosti ocen vnaša tudi nepravočasna reakcija bonitetnih agencij na hude finančne probleme energetskega giganta Enron.<sup>40</sup> Vendar zgodba o Enronu ni prva, ki načenja kredibilnost bonitetnih ocen. Bonitetne agencije niso pravočasno reagirale že na finančne krize devetdesetih let v manj razvitih delih sveta (mehiško in še bolj azijsko)<sup>41</sup> (Kovač, 2002, str. 7–9).

Izdajatelji ali izdaje z isto bonitetno oceno imajo res podobno, vendar ne nujno enako kreditno kvaliteto, saj je število bonitetnih simbolov, ki se uporabljajo pri ocenjevanju na tisoče vrednostnih papirjev, omejeno. Zato te v celoti ne morejo odražati majhnih razlik v stopnji kreditnega tveganja (Fitch Ratings Definitions, 2005). Poleg tega Fitch in S&P's z bonitetno oceno izražata verjetnost neizpolnitve oziroma kršitve pogodbenih obveznosti (*probability of default*), Moody's pa pričakovano izgubo (ki je sestavljena iz verjetnosti neizpolnitve oziroma kršitve pogodbenih obveznosti in stopnje poplačila dolga v primeru stečaja).

V zadnjih nekaj letih se vse več bančnega tveganja zaradi razvoja tehnik za prenos kreditnega tveganja in izkoriščanja možnosti za kapitalsko arbitražo prenaša na nebančne finančne institucije, ki mogoče ali celo praviloma niso ne tako dobro usposobljene za ocenjevanje tega tveganja kot tudi ne ustrezno kapitalsko močne kot banke. Zaradi omenjenega razloga se velikokrat verjetno niti ne zavedajo, kakšna tveganja prevzemajo. Zato se pretežno opirajo na bonitetne ocene zunanjih agencij za ocenjevanje. Te so izkoristile novo tržno nišo, ki je nastala z večjo uporabno instrumentov za prenos kreditnega tveganja, ter svojo dejavnost razširile na ocenjevanje finančnih instrumentov, kot so vrednostni papirji, izdani v procesu listinjenja premoženja. Metodologije teh agencij, tako kot vsi kreditni modeli, temeljijo na vrsti predpostavk. Zato je nadvse pomembno, da institucija, ki uporablja tovrstne bonitetne ocene, pozna in razume metodologijo izbrane agencije in njene omejitve, za kar so spet potrebna ustrezna znanja (Janevska, 2004, str. 45).

---

možno odstopanje za štiri ocene. Pri petih bankah pa so odstopanja hkrati uvrstila isto banko kot potencialnega dolžnika ali izdajatelja vrednostnih papirjev v investicijski in špekulativni razred. Razlaganja lahko delno pripišemo različni metodologiji ocenjevanja posameznih bonitetnih agencij pri pripisovanju ocen kreditnega tveganja za dolgoročne naložbe v tuji valuti (Kovač, 2002, str. 9).

<sup>40</sup> Medtem ko se je na trgu z obveznicami energetskega giganta Enron že nekaj časa trgovalo po cenah na ravni »junk-bonds«, s čimer so investitorji izrazili svoje nezaupanje pri naložbah v njihove dolžniške papirje, so imele Enronove obveznice še vedno najboljši možni rating AAA. Dolgoročni vidik ocenjevanja varnosti naložb sredstev je bonitetnim agencijam zasenčil pregled nad dnevnimi dogajanjem na finančnem trgu, ki jih niso pravočasno vključili v kreditno oceno. Po znižanju ocene v razred neinvesticijskih ocen, ki označujejo veliko tveganost naložbe, je sledil stečaj družbe.

<sup>41</sup> Njihova vloga, da zagotavljajo informacije investitorjem in opozarjajo na potencialne nevarnosti se je medlo izrazila le v naknadnih korekcijah bonitet držav.

Bonitetne ocene predstavljajo le mnenje bonitetnih agencij glede kreditne kakovosti izdajatelja ali izdaje in ne dejstva ali priporočila za nakup, prodajo ali držanje posameznih vrednostnih papirjev. Ocene se razen na kreditno ne nanašajo neposredno na nobeno drugo tveganje. Še posebej pa bonitetne ocene niso povezane s tveganjem izgub zaradi sprememb obrestnih mer ali drugih tržnih dejavnikov (Fitch Ratings Definitions, 2005).

Bonitetna ocena je groba označba verjetnosti, da bo investitor dobil pravočasno plačilo glavnice in obresti. Vendar pa bonitetne agencije včasih ocenijo le poplačilo glavnice, prejem obresti pa je včasih posebej ocenjen. Poleg tega bonitetne agencije včasih ocenijo le verjetnost, da bo investitor dobil svoj denar nazaj – namesto pravočasnega plačila glavnice in obresti (Tavakoli, 2005, str. 9).

Bonitetne agencije včasih niso niti notranje konsistentne. Tudi znotraj iste agencije se lahko testi portfelja in omejitve razlikujejo od posla do posla, nekateri posli pa so lahko boljše zavarovani kot drugi. Različni ocenjevalci znotraj agencije lahko izberejo drugačen tako imenovan »stress« scenarij pri ocenjevanju denarnih tokov za končno oceno (Tavakoli, 2005, str. 10).

Ocenjevalne agencije prav tako uporabljajo drugačne pristope pri modeliranju za CDO<sup>42</sup> (*collateralized debt obligation*) obveznice. Velikost razlike med posameznimi pristopi se razlikuje glede na vrsto posla in premoženja. Obstajajo različni primeri neskladnosti med bonitetnimi agencijami in njihovim ocenjevanjem strukturnih posebnosti in/ali določenih vrst premoženja ter zakonodaj. Kot rezultat tega so določene agencije na trgu znane po večji/manjši konzervativnosti, z ozirom na določene strukturne značilnosti ob upoštevanju zakonodaje, kot druge (The role of ratings in structured finance, 2005, str. 45). Glede na povedano je možno izkoriščati razlike med bonitetnimi agencijami.<sup>43</sup>

Za zanesljivo bonitetno oceno je torej pametno oceniti podatke več bonitetnih agencij. Še vedno velja, da so investitorji v listinjene proizvode, z bonitetno oceno katerekoli od treh glavnih agencij, pomanjkljivo obveščeni in morajo potemtakem opraviti še svoje lastno, neodvisno vrednotenje. Učinkovit trg bo slej ko prej začel dvomiti o ocenah bonitetnih agencij, ki stalno zahtevajo nižje stopnje zavarovanja. Zato je primerjava med zahtevanimi stopnjami zavarovanja, za ocenjene transakcije, med bonitetnimi agencijami vedno dobra ideja (Tavakoli, 2005, str. 11).

---

<sup>42</sup> To so obveznice zavarovane s portfeljem, ki vsebuje relativno majhno število (50 do 150) nehomogenega premoženja, to je, zavarovanih ali nezavarovanih nadrejenih ali podrejenih obveznic, izdanih s strani različnih dolžnikov ter zavarovanih ali nezavarovanih posojil, ki jih je različnim posojilojemalcem odobrila ena ali več bank (Bloomberg, 2005).

<sup>43</sup> Nekdo bi na primer pri oblikovanju sintetičnega podjetniškega posla raje uporabil metodologijo S&P's-a, saj ima ta za posledico nižji nivo podrejanja, potreben za pridobitev ocene AAA, kot pa Moody's-ova metodologija (Tavakoli, 2005, str. 10).

Poleg omenjenih pomanjkljivosti bonitetnih ocen oziroma omejitev pri njihovi uporabi, pa je pomembno omeniti tudi prednosti, ki jih te nudijo udeležencem na trgih listinjenja.

#### 2.2.4 Prednosti bonitetnih ocen

Bonitetne ocene pri listinjenih ali katerihkoli drugih vrednostnih papirjih skušajo poenostaviti zapletenost ocenjevanja ter investitorjem omogočiti takojšnje razumevanje ter jim hkrati nuditi primerno informacijo za investicijske odločitve. Prednosti, ki jih nudijo tako izdajateljem kot investitorjem, so (Audino, 1996, str. 4–5):

- + izdajateljem omogočajo financiranje na sicer nedostopnih trgih. Če sta na primer izdajateljevo ime ali ugled neznana na domačih in tujih trgih, lahko bonitetne ocene investitorjem zagotovijo potrebno stopnjo razumevanja izdajateljeve kreditne sposobnosti;
- + ocene so pogosto uporabno orodje za primerjavo kreditne kakovosti izdajateljev in imajo lahko za posledico cenejše financiranje izdajatelja;
- + bonitetne ocene listinjenih instrumentov zagotavljajo dragocene in jasne ocene kreditnega tveganja »bazena« posojil ter posebnosti same transakcije, vključno z ocenitvijo pravnih tveganj in tveganj tretjih strank (drugih v transakciji pomembnih udeležencev);
- + omogočajo lažje trženje listinjenih vrednostih papirjev, ki bi se zaradi svoje kompleksnosti in strukture sicer težje prodajali. Primarno premoženje, denarni tok in pravno strukturo je potrebno še posebej temeljito pregledati, da se lahko pravilno oceni izdajateljeva sposobnost poplačati dolg. Ta potrebna analiza je za investitorja zelo težka zlasti, ker so vse potrebne informacije za pravo ocenitev tveganja investitorjem (največkrat) nedostopne.

### 2.3 Proces ocenjevanja

Pridobitev ocene bonitetne agencije ni hiter proces, saj so te pri svojem delu temeljite in previdne. Pregledati morajo ogromne količine podatkov in dokumentov, hkrati pa so izpostavljene velikemu časovnemu pritisku (Fabozzi, 2001, str. 45). Agencije lahko ocenjujejo listinjene transakcije le s sodelovanjem originatorja. To je pomembno za izvršitev popolne in natančne analize, saj sama narava teh transakcij zahteva popoln dostop do primernih informacij (Norton, Dupler, Spellman, 1995, str. 165). Glede na glavne bonitetne agencije (Fitch, Moody's in Standard & Poor's) so vsi proizvodi, ki jih ocenijo, podvrženi skupnemu ocenjevalnemu procesu. O oceni odloča kreditna komisija (*credit committee*), na podlagi ocene za instrument specifične dokumentacije in drugih informacij, ki jih zagotovi analitik. Pri odločanju komisija za bonitetne ocene pregleda več različnih scenarijev.<sup>44</sup> Ocene

---

<sup>44</sup> Uporaba različnih scenarijev (*stressing*) omogoči bonitetni agenciji, da ovrednoti znesek kapitala in likvidnostnega kritja, ki bo potreben za zagotovilo, da bo izdajatelj tudi v najslabših možnih scenarijih sposoben plačevati svoje obveznosti (Norton, Dupler, Spellman, 1995, str. 43).



bonitetne agencije namerno ne vključujejo le ene, notranje skladne ekonomske napovedi, ampak merijo izdajateljevo sposobnost plačati obveznosti v izdajatelju škodljivih ekonomskih razmerah (Moody's Rating Approach, 2005). Mnenja komisije se nato lahko ponovno uporabijo v procesu ocenjevanja, na primer v obliki sprememb, ki se nanašajo na standardne predpostavke (The role of ratings in structured finance, 2005, str. 14).

Za zanesljivost bonitetnih ocen listinjenih vrednostnih papirjev sta ključni natančnost agencije pri ocenjevanju kreditnega tveganja primarnega premoženja ter natančno modeliranje razdelitve denarnih tokov od »bazena« premoženja k investitorjem. Vse tri glavne bonitetne agencije uporabljajo **dvostopenjski proces ocenjevanja**: modeliranje kreditnega tveganja (se osredotoča na »bazen« premoženja) in strukturalno analizo (ta se osredotoča na razdelitev denarnih tokov), ki se bistveno razlikuje glede na posebnosti posla, določene v dokumentaciji transakcije. Rezultati analize denarnih tokov so lahko ponovni vložek v model kreditnega tveganja v obliki različnih scenarijev, uporabljenih pri določenih predpostavkah modela. Na koncu so vse informacije združene v posamezno alfanumerično bonitetno oceno (The role of ratings in structured finance, 2005, str. 16). V nadaljevanju bom podrobneje predstavila vsako od omenjenih stopenj ocenjevanja.

### 2.3.1 Modeliranje kreditnega tveganja

Ocenjevanje značilnosti in kreditne kakovosti primarnega premoženja je nujno za razumevanje katerekoli transakcije listinjenja. Analiza kreditne kakovosti primarnega premoženja se razlikuje glede na vrsto premoženja, od katere vsaka zahteva specifično obliko analize. Podrobnosti teh analiz so dostopne v ločenih publikacijah bonitetnih agencij, ki pa so za obseg tega diplomskega dela preveč podrobne. Kljub temu pa je veliko število problemov in področij analiz enakih ne glede na vrsto premoženja ali vpleteno zakonodajo (Norton, Dupler, Spellman, 1995, str. 165).

Ne glede na vrsto premoženja predstavlja analiza pretekle uspešnosti dobro izhodišče za ocenjevanje. Bonitetne agencije običajno gledajo zgodovinske podatke za tri do pet let nazaj. Pri posojilih namreč navadno velja, da starejše, kot je posojilo, nižja je verjetnost izgube. Običajno je prvih pet let najbolj tveganih, nato pa tveganje upada (Bell, Carron, Zlotnik, 2004, str. 5). Pogosto pa je bolj pomembna kvaliteta podatkov kot njihova kvantiteta<sup>45</sup> (Norton, Dupler, Spellman, 1995, str. 165). Agencije pregledajo izkušnje originatorjev primarnega premoženja ter ocenijo, če ima premoženje, s katerim bodo obveznice zavarovane, enake značilnosti kot tisto, s katerim ima izdajatelj izkušnje (Fabozzi, 2000, str.

---

<sup>45</sup> Podatki o uspešnosti britanskih hipotek v obdobju od 1988 do 1991 zaradi hude recesije na tem trgu v omenjenem obdobju predstavljajo zelo kakovostne podatke. Britanski hipotekarni trg je zato dober primer tega, zakaj samo zgodovinski podatki niso edini dejavnik v analizi. Vsak, ki bi gledal britanske hipoteke leta 1987 na podlagi podatkov za 30 ali 40 let nazaj, ne bi mogel napovedati padca, ki je sledil. Odstranitev visoke inflacije iz analize je bistveno spremenila uspešnost tega premoženja.

320). To je potrebno, da je lahko originatorjev zgodovinski portfelj terjatev primerjalni kriterij za kreditno kakovost listinjenega »bazena«. Lastnosti posojil, ki jih je treba preučiti, vključujejo (Bhattacharya, Fabozzi, 1996, str. 271):

- profil posojilojemalca (njegovo sposobnost izpolnjevati mesečna plačila),<sup>46</sup>
- geografsko koncentracijo (spremembe lokalnih ekonomskih razmer vplivajo na donosnost »bazena« – to je še zlasti očitno pri hipotekarnih kreditih),<sup>47</sup>
- velikost posojila,
- pogoje za dodelitev posojila,
- razmerje med višino posojila in vrednostjo jamstva,<sup>48</sup>
- vrsto obrestne mere,
- trendi izgub in kršitev,
- starost posojila in
- v primeru avtomobilskih posojil še vrsto kupljenega avtomobila (nov ali rabljen – posojilojemalci, ki kupijo rabljen avtomobil, so običajno finančno šibkejši).

Analiza kreditnega tveganja listinjenih instrumentov je osnovana na zavarovalniškem pristopu, saj uporablja zgodovinske podatke na osnovi »bazena«, ki jih pridobi od originatorjev. Glede na ta pristop je ocenjevanje novih vrst premoženja in panog zahtevna naloga, saj zgodovinski podatki lahko niso na voljo ali pa jih je težko pridobiti. S tega vidika je podatke za Evropo (starost posojil, predplačila) veliko težje pridobiti kot podatke za ZDA. Zato bonitetne agencije pri ocenjevanju »novih« listinjenih obveznic sprva uporabljajo zelo konzervativne standarde, ki vodijo k prekomernemu presežnemu zavarovanju (The role of ratings in structured finance, 2005, str. 45).

---

<sup>46</sup> Posojilojemalci lahko postanejo nesposobni plačevati mesečne obveznosti zaradi osebnih ali finančnih kriz, kot so ločitev ali izguba zaposlitve.

<sup>47</sup> Osnovni princip listinjenja je, da veliko število posojilojemalcev v »bazenu« preko diverzifikacije zmanjša kreditno tveganje. Če velik delež vrednosti posojil v celotni vrednosti posojil v »bazenu« predstavlja le nekaj posojilojemalcev, se prednosti diverzifikacije izgubijo, kar se odraža v večji stopnji tveganja neizpolnitve ali kršitve pogodbenih obveznosti. V takih primerih ocenjevalne agencije z maksimalnim deležem ali zneskom terjatev kateregakoli posojilojemalca določijo meje koncentracije (Fabozzi, 2000, str. 320).

<sup>48</sup> Gre za tako imenovani *loan to value* faktor – LTV. Razmerje med zneskom posojila in vrednostjo primarnega premoženja (LTV) kaže, koliko premoženjske pravice ima posojilojemalec do svojega primarnega premoženja (doma). Višje LTV razmerje pomeni manjšo pravico in zmanjšuje motivacijo posojilojemalca, da poskuša odplačevati posojilo v neugodnih razmerah. Izraža stopnjo finančnega vzvoda posojilojemalca in stopnjo zaščite posojilodajalca, ki jo ta ima, če posojilojemalec ne bo sposoben plačevati mesečne obroke. Nižje LTV razmerje pomeni večjo verjetnost, da bo posojilojemalec sposoben preprosto prodati hišo, da bo lahko poplačal posojilodajalca (Davidson et al., 2003, str. 511–519). Premoženjska teorija (*equity theory*) pravi, da je posojilojemalčev delež posojila v vrednosti jamstva odločilen dejavnik pri odločitvi za kršitev ali neizpolnitev pogodbenih obveznosti v času finančne stiske. Pri posojilih z višjim omenjenim razmerjem (LTV) obstaja večja verjetnost neizpolnitve oziroma kršitve pogodbenih obveznosti. Premoženje pa je tudi dober kazalec posojilojemalčevega kreditnega profila.

Ko so ti dejavniki ovrednoteni in ko je določeno, da so primerljivi z originatorjevim portfeljem, se glede na želeno bonitetno oceno, lahko določi primerna stopnja izboljšanja kakovosti izdaje.

#### *2.3.1.1 Izboljšanje kakovosti izdaje*

Na osnovi analize primarnega premoženja in drugih dejavnikov, opisanih v nadaljevanju, bonitetna agencija določi znesek izboljšanja kakovosti izdaje potrebnega, da izdaja dobi želeno bonitetno oceno. Izboljšanje kakovosti izdaje je vir kapitala, ki je vgrajen v vsako transakcijo kot varovalo pred izgubami. Viri izboljšanja kakovosti izdaje so lahko različni. Potrebno je omeniti, da se pri uporabi zunanjih oblik izboljšanja kakovosti izdaje, ob znižanju bonitetne ocene zunanjega poroka, pri predpostavki ceteris paribus, zniža tudi bonitetna ocena obveznice. Z vidika bonitetne agencije mora biti višina izboljšanja kakovosti izdaje dovolj velika za pokritje večkratnikov zgodovinskih izgub. Višina zahtevanega kritja se razlikuje glede na želeno bonitetno oceno, vrsto listinjenega premoženja in napovedljivost statičnega »bazena« zagotovljenih podatkov (Fabozzi, 2000, str. 320). Višja kot je ocena, hujše so predpostavke o višini izgube in verjetnosti neizpolnitve ali kršitve pogodbenih obveznosti.

#### *2.3.1.2 Likvidnostno tveganje*

Likvidnostno tveganje je rezultat neujemanja med sredstvi (terjatvami) ter obveznostmi (obveznice), ki se pogosto pojavi pri obnavljajočih se »bazenih« primarnega premoženja, in ko so obveznice ponujene na stalni osnovi (Bhattacharya, Fabozzi, 1996, str. 272).

Za premostitev te vrzeli mora biti ustanovljen vir stalne likvidnosti. Najbolj običajna oblika je zagotavljanje likvidnosti s strani sindikata bank z enako bonitetno oceno, kot je ocena listinjenih vrednostnih papirjev (Bhattacharya, Fabozzi, 1996, str. 272).

V transakcijah listinjenja je veliko časa porabljenega za ocenjevanje kvalitete primarnega premoženja, ki je že samo po sebi izziv. Vseeno pa uspešnost listinjenih instrumentov ni odvisna le od stopnje kreditnega tveganja portfelja, ampak tudi od strukture posla. Ta struktura preoblikuje kreditno tveganje, vgrajeno v aktivno stran transakcije, v niz različnih značilnosti tveganja na pasivni strani. Ocenjevanje strukture obveznosti je zato eden od pomembnih prispevkov bonitetnih agencij. Poleg kvalitete premoženja je za določitev celotne kakovosti premoženja zato potrebno oceniti še druge dejavnike. Ti bodo predstavljeni v nadaljevanju.

### 2.3.2 Strukturna analiza

Pri strukturalni analizi se bonitetne agencije osredotočajo na tri glavna področja analize: ocenitev serviserja in drugih v posel vključenih strank, finančno strukturo in denarni tok ter pravno strukturo.

#### 2.3.2.1 *Ocenitev serviserja in ostalih v posel vključenih tretjih strank*

Pri ocenjevanju tveganja tretjih strank je potrebno pregledati poslovanje ponudnikov zunanjega izboljšanja kakovosti izdaje, saj se ob znižanju njihove bonitetne ocene posledično zniža tudi bonitetna ocena obveznice, predvsem pa je potrebno oceniti tveganja, povezana s poslovanjem serviserja, saj je ta eden ključnih dejavnikov pri listinjenju premoženja.

V veliko primerih je prodajalec oziroma originator posojil, uporabljenih za jamstvo, tudi serviser. Bonitetne agencije pri ocenjevanju serviserja navadno pregledajo naslednje: zgodovino servisiranja, izkušnje, začetke, sposobnosti servisiranja, človeške vire, finančno stanje, poslovno in konkurenčno okolje ter okolje za rast. Določi se življenjski cikel in plačilno obnašanje »bazena« posojil (Fabozzi, 2000, str. 320).

Serviser mora biti v tem poslu že nekaj let, vsaj tri do pet. Predvidljivost uspešnosti (performance) terjatev je bolj zanesljiva za prodajalce z daljšimi preteklimi podatki o poslovanju preko več ekonomskih ciklov. Bonitetne agencije pred izdajo ocene običajno obiščejo serviserja, saj predstavlja servisiranje pomemben del kreditne kakovosti listinjenih vrednostnih papirjev (Bhattacharya, Fabozzi, 1996, str. 273).

Investitorji morajo biti še posebej previdni pri ocenjevanju izdaj podjetja z oceno iz špekulativnega razreda, še posebej, če je to njegovo prvo listinjenje, ima omejene zgodovinske podatke, ali listini nenavadno premoženje. Potrebno je opraviti temeljit pregled posloводства – kako dolgo že opravljajo to funkcijo in kakšne so njihove ustrezne izkušnje. Analitiki morajo biti pozorni na pretekle napovedi stečaja, tožbe ter goljufije (Bhattacharya, Fabozzi, 1996, str. 273).

Prav tako je potrebno pridobiti informacije o strategiji podjetja, zgodovini poslovanja in izkušnjah zbiranja in zavarovanja. Temeljna sestavina analize je ocenitev statičnih podatkov (*static pool data*) iz več ekonomskih ciklov, da se določi verjetne in najslabše možne scenarije (novoustanovljeno podjetje takih osnovnih podatkov ne more zagotoviti) (Bhattacharya, Fabozzi, 1996, str. 273).

Analitiki morajo preučiti tudi stopnjo rasti podjetja. Najboljša je uravnotežena stopnja rasti. Če majhno podjetje prehitro raste, se lahko zgodi, da njegovo posloводство še ni dovolj

izkušeno ali pa nima primerne kapitalizacije. Pomembna dejavnika sta tudi finančna integriteta in dostop do virov kapitala. Potrebno je pridobiti revidirane finančne izkaze podjetja za tri do pet let nazaj z določenimi kazalci, kot so finančni vzvod, dobičkonosnost in kapitalizacija (Bhattacharya, Fabozzi, 1996, str. 273).

Na podlagi analize bonitetna agencija ugotovi, ali je serviser sprejemljiv ali ne. Če je sposobnost serviserja opravljati funkcijo servisiranja vprašljiva, mora obstajati še rezervni serviser,<sup>49</sup> ki vzporedno vodi vse posle primarnega serviserja – dobiva kopije serviserjevih mesečnih računovodskih poročil. Rezervni serviser vodi svoj sistem ter ga primerja z informacijami na poročilih primarnega serviserja. Če bi bil primarni serviser nesposoben izvajati servisiranje, bi rezervni, brez kakršnihkoli časovnih zamud ali oslabitev terjatev, prevzel njegovo vlogo (Bhattacharya, Fabozzi, 1996, str. 273).

### 2.3.2.2 Denarni tok in finančna struktura

Denarni tok primarnega premoženja v transakcijah listinjenja predstavljajo plačila obresti in glavnice. Plačila, ki morajo biti opravljena, so plačila obresti in glavnice investitorjem, provizije za servisiranje in drugi stroški, za katere je izdajatelj odgovoren. Bonitetna agencija analizira strukturo plačil, da preveri, če se denarni tok iz primarnega premoženja ujema z zgoraj omenjenimi plačili. Ta analiza zahteva, da bonitetna agencija postavi predpostavke glede izgub in kršitev ter pretehta različne scenarije (Fabozzi, 2000, str. 321).

S pregledom finančne strukture in analizo denarnih tokov je določena ustreznost izboljšanja kakovosti izdaje. Obstajajo različne finančne strukture oziroma strukture plačil, med katerimi lahko izdajatelj izbira. Izdajatelj izbere strukturo na osnovi tipa primarnega premoženja, njegove obrestne mere in tega, ali se premoženje amortizira ali obnavlja. Strukture se razlikujejo v smislu prioritete plačil, načina amortizacije plačil glavnice<sup>50</sup> ter načina uporabe presežnega denarja. Poznamo dve (že v poglavju 1.6 opisani) osnovni obliki: pretočno in nepretočno oziroma plačilno (Fabozzi, 2000, str. 321).

Finančna struktura mora uskladiti denarni tok plačil s strani posojilojemalcev. Načrtovana dospelost obveznosti naj bi bila ustrezno daljša od datuma zapadlosti terjatve z najdaljšo

---

<sup>49</sup> Tveganje serviserja je še posebej pomembno na trgih (kot na primer v kontinentalni Evropi), kjer obstaja pomanjkanje izkušenj glede prenosa servisiranja ter relativna odsotnost trga za zunanje serviserje. Medtem ko je relativno lahko najti rezervnega serviserja za nekatere vrste premoženja (kot na primer za terjatve do imetnikov kreditnih kartic ter za avtomobilska posojila), je to znatno težje za bolj raznolike portfelje. Posli, zavarovani s takimi »bazeni«, bodo zato morda potrebovali dodatno likvidnostno podporo v strukturi, da se bodo izognili zamudam pri plačilu investitorjem med potencialno zamenjavo serviserja. Podobni problemi se lahko pojavijo v povezavi s poslovanjem ostalih tretjih strank (The role of ratings in structured finance, 2005, str. 21).

<sup>50</sup> Poznamo različne načine amortizacije plačil. Pri na primer nadzorovani amortizaciji (*controlled amortization*) se glavnica investitorjem izplačuje v enakih ali drugače določenih obrokih (na primer v obdobju 12 mesecev vsak tretji mesec obresti in eno četrtno glavnice). Pri standardni (*bullet*) pa se odplačujejo le obresti, glavnica pa se v celotnem znesku izplača ob zapadlosti (Mohorič, 1999, str. 14).

ročnostjo. Obrestna mera terjatev mora biti primerna za pokritje kuponov investitorjem, provizije za servisiranje in katerihkoli drugih obveznosti s strani izdajatelja. Za ugotovitev ustreznosti stopnje izboljšanja kakovosti izdaje so v strukturo vgrajene predpostavke o izgubah in prestopkih, stopnjah plačil in scenariji o obrestnih merah. Glede na strukturo je potrebno preveriti različne scenarije, da se testira pravočasnost plačil, primernost presežnih obresti (*excess spread*), potrebno je zagotoviti izboljšanje kakovosti izdaje ter zagamčiti, da bodo vsi investitorji ob zapadlosti v celoti poplačani (Bhattacharya, Fabozzi, 1996, str. 274).

Pri pretočnih strukturah, kjer so glavnica in obresti razdeljene tako, kot so prejete, je pozornost usmerjena le na zadostno likvidnost za plačilo načrtovanih obresti. Če je izboljšanje kakovosti izdaje v obliki presežnega zavarovanja (*overcollateralization*), mora finančna struktura vključevati rezervni račun, s katerega se črpa sredstva v primeru, da prestopki (*delinquency*) narastejo do stopnje, kjer zbrana plačila posojilojemalcev ne zadostujejo za plačilo kuponov (Bhattacharya, Fabozzi, 1996, str. 274).

Če transakcija vključuje več razredov z različnimi zapadlostmi, je potrebno oceniti več tako imenovanih pritiskov (*stresses*) na denarni tok. Večrazredne strukture vključujejo zapletene prioritete plačil in vsebujejo razrede s kratkoročnimi bonitetnimi ocenami ali pa je njihova zapadlost krajša od zapadlosti terjatev. Ker najvišja bonitetna ocena pomeni pravočasno in celostno plačilo, morajo biti denarni tokovi časovno usklajeni tako, da je vsak razred do datuma zapadlosti v celoti poplačan (Bhattacharya, Fabozzi, 1996, str. 275).

Analitiki morajo biti konzervativni pri ocenjevanju stopenj presežnih obresti,<sup>51</sup> razpoložljivih za zavarovanje. Dejavniki, kot so spremembe obrestnih mer, predplačila in izgube, bodo povzročili zmanjšanje presežnih obresti. Predpostavke o teh spremenljivkah morajo biti vgrajene v analizo (Bhattacharya, Fabozzi, 1996, str. 275).

### 2.3.2.3 Pravna struktura

Prodajalec premoženja lahko želi za listinjene vrednostne papirje dobiti višjo bonitetno oceno, kot pa jo ima sam.<sup>52</sup> To je moč doseči z uporabo tega premoženja kot jamstva za dolžniške instrumente, namesto običajnega zadolževanja izdajatelja. Navadno pa prodajalec premoženja zadrži neko pravico do deleža premoženja (družba lahko na primer zadrži podrejeni razred). Zaradi omenjenega se želijo bonitetne agencije prepričati, da izdajateljevi upniki, v primeru stečaja družbe, ne bodo imeli dostopa do omenjenega premoženja ali denarnih tokov iz tega premoženja. Obstaja torej skrb, da bi šel denarni tok primarnega premoženja, ki je namenjen

---

<sup>51</sup> Presežne obresti so lahko uporabljene kot delno izboljšanje kakovosti izdaje. To so presežne obresti, ki ostanejo po plačilu kuponov investitorjem, provizij za servisiranje in drugih obveznosti izdajatelja. Presežne obresti so pogosto položene na rezervni račun (*reserve account*), ki sčasoma narašča do določene stopnje.

<sup>52</sup> To zlasti velja za tiste listinjene vrednostne papirje, ki ostanejo na bilanci stanja izdajatelja (tudi če ta ne zadrži podrejenega razreda).

investitorjem v listinjene obveznice, ali pa samo primarno premoženje, ki predstavlja jamstvo za investitorje, v stečajno maso za poplačilo upnikov družbe (Fabozzi, 2000, str. 321).

Ta problem je moč rešiti z ustanovitvijo družbe (*SPV*), katere edini namen je izdaja listinjenih vrednostnih papirjev. Njeno premoženje v primeru originatorjevega stečaja ni vključeno v stečajno maso za poplačilo originatorjevih upnikov. Da se doseže pravna ločenost, prodajalec proda terjatve podružnici (*true sale*), ustanovljeni le z namenom držanja terjatev. Ta za financiranje teh terjatev izda dolg ter ne vstopi v katerokoli drugo transakcijo, kot le v podobna listinjenja enake kreditne kakovosti. Kot nadaljnji dokaz ločenosti podružnice in originatorja v primeru stečaja naj bi bile njune poslovne knjige, dokumenti, bančni računi in drugi podobni elementi, ločene. Potrebno je pridobiti mnenje pravnika, ki potrdi, da v primeru stečaja originatorja premoženja drugi upniki nimajo dostopa do tega premoženja. Z dodatnim mnenjem naj bi bilo potrjeno, da v primeru prodajalčevega stečaja ne bo prišlo do konsolidacije premoženja (Fabozzi, 2000, str. 321).

Naslednji pomemben element pri ločitvi kreditnega tveganja »bazena« in prodajalca premoženja je zagotovilo, da se plačila posojilojemalcev za listinjene terjatve, ko pride do prodajalčevega stečaja, ne »mešajo« s sredstvi originatorja (ki je običajno serviser). Če predpostavimo, da postane originator premoženja nesolventen, bo potrebno več mesecev, ali še dlje, za določitev tega, kateri denar pripada komu. Ker bonitetna ocena pomeni pravočasno in v celotnem znesku plačilo obresti in glavnice, mora biti listinjena transakcija sposobna poslovati tudi v primeru takega scenarija. Zaradi tega lahko originator »meša« sredstva vse dotlej, dokler njegova bonitetna ocena ne pade pod s strani bonitetne agencije določeno, sprejemljivo raven. Če se to zgodi, se morajo plačila posojilojemalcev prenesti na ločen račun pri skrbniku (Norton, Dupler, Spellman, 1995, str. 167).

V katerikoli transakciji listinjenja originator in/ali upravljavec posla običajno od ene ali več specializiranih odvetniških pisarn zahtevata pravna mnenja o poslu in njegovi strukturi. Bonitetne agencije nato ta mnenja pregledajo, kar tvori osnovo njihove ocene neoporečnosti strukture. Pri nekaterih zapletenih transakcijah lahko bonitetne agencije kot pogoj za ocenitev transakcije od pripravljavca posla zahtevajo ločeno pravno mnenje dveh odvetnikov (*The role of ratings in structured finance*, 2005, str. 21).

Glede na njihovo notranjo organizacijo bonitetne agencije pravna mnenja, ki jih zagotovijo originator in/ali pripravljavci posla, pregledajo same ali pa jih dajo v pregled zunanjim odvetnikom. Problem pa je, ker na področju listinjenja deluje le majhno število specializiranih odvetniških pisarn. Glede na oligopolno strukturo industrije ni nenavadno, da se na isto odvetniško pisarno, s pooblastilom za izdajo pravnega mnenja o določeni transakciji, obrneta tako pripravljavec posla kot bonitetna agencija. Za ublažitev možnih konfliktov interesov, ki izhajajo iz tega konteksta, lahko bonitetne agencije zahtevajo tako imenovani »*Chinese wall*«

znotraj organizacije odvetniške pisarne ali pa pridobijo dodatno pravno mnenje drugih odvetniških pisarn (The role of ratings in structured finance, 2005, str. 21).

Iz preteklega dogajanja na trgu listinjenja je moč sklepati, da so bila pravna tveganja zadovoljivo ocenjena s strani bonitetnih agencij. Pravna mnenja, ki so jih zagotovili originatorji/pripravljalci posla, naknadno pregledana s strani bonitetnih agencij, so običajno dobro dokumentirana, čeprav včasih nejasna glede določenih tehničnih pogledov dane transakcije. Kot rezultat tega se je v javnosti pojavilo le nekaj pravnih sporov. Kljub temu pa lahko še vedno predstavlja določeno tveganje, saj je bilo dejansko na sodišču preizkušenih le nekaj poslov listinjenja. Zato še vedno obstaja več nejasnosti glede pravne neoporečnosti določenih značilnosti posla, večinoma v povezavi z možnim vplivom stečaja originatorja na pravice SPV in investorjev (The role of ratings in structured finance, 2005, str. 21).

O analiziranju transakcije listinjenja je možno povedati še veliko več. Če so te naložbe primerno strukturirane, imajo investitorji prednosti pravno ločenega izdajatelja, diverzificiranega »bazena« terjatev, izboljšanja kakovosti izdaje, ki je ocenjeno tako, da pokriva večkratnike preteklih izgub in visoko ocenjenih vrednostnih papirjev (Bhattacharya, Fabozzi, 1996, str. 276).

Ko pa je bonitetna ocena enkrat dodeljena, se proces ocenjevanja še ne konča. Proces nadzora vključuje redne preglede podatkov o poslovanju sredstev, o spremembah dokumentacije o transakciji ter periodične revizije poslovanja serviserja ter opozorila in ukrepe, če je to potrebno. Preverjanja serviserja so namenjena temu, da serviser potrdi svojo sposobnost učinkovitega upravljanja sredstev v skladu s pogodbami. Če so vidne kakršnekoli težave, lahko bonitetna agencija oceno zniža. Vsaka sprememba bonitetne ocene je investitorjem v času spremembe v celoti pojasnjena (Norton, Dupler, Spellman, 1995, str. 168–169).

## **2.4 Konflikti interesov na področju bonitetnih ocen**

Možni konflikti interesov na področju bonitetnih ocen izhajajo iz dveh vzrokov: (1) za ocene plačajo izdajatelji in ne investitorji in (2) honorarji za bonitetne ocene predstavljajo večino prihodkov bonitetnih agencij. Bonitetne ocene se prav tako, vsaj delno, zanašajo na informacije, ki jih zagotovi izdajatelj. S honorarji, plačanimi s strani izdajateljev, so lahko bonitetne agencije spodbujane, da raje delajo v interesu izdajateljev in ne investitorjev. Posledica tega je, da so prvotne ocene bolj ugodne ali manj pogosto znižane, kot pa naj bi sicer bile (The role of ratings in structured finance, 2005, str. 25).

Vendar pa so agencije očitno občutljive na vrednost svojega ugleda za nadaljnje poslovanje ter na tržne sankcije, ki bi bile povezane s slabim upravljanjem s konflikti interesov. Njihova spodbuda za gradnjo in zaščito ugleda glede kvalitetnih storitev zato služi kot glavni disciplinski mehanizem glede omenjenih konfliktov. Na tej osnovi agencije navajajo, da



aktivno upravljajo s konflikti interesov z različnimi pravili, kot so sporazumi o nagradah, ki zagotavljajo, da analitiki niso nagrajeni na osnovi njihovih bonitetnih ocen; notranjih pravil, ki ločijo analitske enote od prodajnih ter razpršitve osnove za prihodke in izogibanje odvisnosti od posameznih strank (The role of ratings in structured finance, 2005, str. 25–26).

Drugačna narava bonitetnih ocen listinjenih instrumentov od ocen tradicionalnih instrumentov, zlasti vpletenosti agencije pri strukturiranju posla, je izpostavila skrb, da so lahko konflikti interesov na trgih listinjenja še posebej izraziti. Dejstvo, da so agencije morda izrazile »*ex ante*« mnenje glede strukture posla, napeljuje na misel, da zagotavljajo mnenje o »strukturiranju«. Zato agencije morda niso v celoti neodvisne od instrumentov, za katere izdajo oceno. Tu je moč opaziti podobnost med revizijskimi hišami in svetovanjem, ki ga nudijo svojim strankam.<sup>53</sup> Glede na pomembnost listinjenja kot vira prihodkov za bonitetne agencije, potekajo razprave, da so neugodne spodbude zaradi kombinacije nasvetov glede strukturiranja in bonitetnih ocen morda dovolj pomembne, da vplivajo na bonitetne ocene določenih listinjenih proizvodov (The role of ratings in structured finance, 2005, str. 26).

Vseeno pa je potrebno povedati, da je v nasprotju z resnično postransko naravo svetovalnih storitev, ki so zagotovljene s strani večjega števila revizorjev, ocenitev strukturnih značilnosti transakcije bistveni del procesa ocenjevanja listinjenih instrumentov. Pravzaprav se zdi, da med ocenjevanjem listinjenih in tradicionalnih instrumentov ni nekih bistvenih razlik. Možni konflikti interesov, ki izhajajo iz listinjenja, zato verjetno niso zelo različni od tistih, ki izhajajo iz poslovanja agencij pri tradicionalnih proizvodih.<sup>54</sup> V obeh primerih lahko bonitetna agencija izdajatelju sporoči oceno, ki jo namerava dodeliti. Glavna razlika pa je v izdajateljevi prilagodljivosti regulirati kreditne karakteristike<sup>55</sup> (The role of ratings in structured finance, 2005, str. 26).

### 3 PRIMER LISTINJENJA PREMOŽENJA

V slovenskem finančnem prostoru proces listinjenja še ni dodobra zaživel, saj je do pravega listinjenja premoženja do sedaj prišlo le v dveh primerih, in sicer listinjenje NLB leta 1995 ter Abanke leta 1999. Razlog je verjetno v tem, da listinjenje zahteva poznavanje postopka, urejenost zakonodaje na tem področju, ustrezno informacijsko tehnologijo, znanje zaposlenih

---

<sup>53</sup> Posledični konflikt interesov je pridobil na pomembnosti v zvezi z razmerjem določenih revizorjev s strankami, kot so Enron, kjer je spodbuda za ohranjanje visokih prihodkov od svetovanja nezakonito vplivala na mnenja revizorjev.

<sup>54</sup> V primeru tradicionalnih vrednostnih papirjev bodo izdajatelji na osnovi dejavnikov, kot so struktura podjetja in kreditni pogoji, poizvedovali glede možnih bonitetnih ocen. Za listinjene instrumente pa bodo pripravljavci posla navedli želeno oceno ter kako se lahko strukturne značilnosti posla prilagodijo za pridobitev te ocene.

<sup>55</sup> V primeru tradicionalnih vrednostnih papirjev je ta prilagodljivost omejena, saj izdajatelj na možno oceno, ki je nižja od zelene, ne more hitro reagirati, to je, znatno spremeniti svojo strukturo ali dejavnost. V nasprotju z omenjenim pa se lahko pri listinjenih instrumentih predlagana struktura lažje spremeni ter na ta način prilagodi izboljšanje kakovosti določenih razredov z namenom dviga bonitetne ocene do zelene stopnje.

in delovanje trga kapitala (Špendl Potisk, 1999, str. 127). Možno pa je tudi, da se slovenske banke še ne zavedajo prednosti, ki jih listinjenje prinaša. Za varno in uspešno izvedbo listinjenja premoženja v Sloveniji potrebujemo poleg ustrezne zakonodaje, ki bo postopek jasno urejala, vsaj še bonitetno agencijo, ki bi izražala nepristransko strokovno mnenje o varnosti posameznih izdaj (Mohorič, 1999, str. 85).

Do sedaj, ko je bilo v Sloveniji izdanih premalo listinjenih vrednostnih papirjev, niti ni bilo potrebe po sistematičnem in neodvisnem ocenjevanju bonitete vrednostnih papirjev. Zaradi tega mednarodne ocenjevalne agencije ne podajajo oceno kreditnega tveganja za slovenske listinjene vrednostne papirje, na osnovi katere bi se investitor seznanil s kreditnim tveganjem izbranega vrednostnega papirja, ne da bi poznal konkretnega izdajatelja ali terjatve (Špendl Potisk, 1999, str. 102). Zato bom v nadaljevanju obravnavala primer listinjenja premoženja pri Russian Auto Loans Finance B.V., ki prihaja iz globalnega okolja in je ocenjen s strani bonitetne agencije Moody's.

S stališča omenjene bonitetne agencije bom predstavila listinjenje posojil za nakup novih avtomobilov tujih blagovnih znamk, odobrenih prvovrstnim dolžnikom, v moskovski regiji. Posojila so zavarovana s kupljenimi avtomobili in so denominirana v USD. Originator posojil je Bank Soyuz, ustvarjena pa so bila od začetka leta 2004 naprej (Russian Auto Loans Finance B.V., 2005, str. 3). Bank Soyuz, ki s strani bonitetnih agencij ni ocenjena, je omenjena posojila prodala izdajatelju, Russian Auto Loans Finance, B.V. (na Nizozemskem registriran »*special purpose vehicle*«), ki prav tako nima bonitetne ocene. Izdajatelj je na podlagi posojil 29. 7. 2005 izdal obveznice, sestavljene iz 4 razredov: A-1, A-2, B in C (sestava obveznice je prikazana v Tabeli 2).

Tabela 2: Sestava obveznice Russian Auto Loans Finance B. V. z zapadlostjo avgusta 2010

Razred	Bonitetna ocena pri Moody's	Znesek (v USD)	% celotne izdaje	Končna zapadlost	Kupon
A-1	Baa3	43.729.188	88	10. 8. 2010	1-mesečni Libor + 1,75 %*
A-2	ni ocene	100.000	0	10. 8. 2010	1-mesečni Libor*437 + 3,069 %**
B	B2	3.984.472	8	10. 8. 2010	8,75 %
C	ni ocene	1.992.236	4	10. 8. 2010	8,75 %
<b>Skupaj</b>		<b>49.805.896</b>	<b>100</b>		

\* Obrestna kapica znaša 8,75 %, obrestni ovratnik pa 1,75 %.

\*\* Obrestni ovratnik znaša 8,75 %.

Vir: Russian Auto Loans Finance B.V., 2005, str. 1.

Originator posojil je prav tako serviser, obstaja pa še rezervni serviser, to je Russian Standard Bank. Plačila obresti in glavnice se imetnikom obveznic izplačujejo na deseti dan v mesecu. Skladnost s pogodbami in razporejanje denarja investitorjem nadzira TFM Trustee Limited,

pripravljavca posla pa sta Greenwich Financial Services L.L.C. in Moskow Narodny Bank Limited (Russian Auto Loans Finance B.V, 2005, str. 2).

Bonitetna ocena se nanaša na poplačilo glavnice in obresti na dan pravne zapadlosti ali pa pred tem datumom. Zaradi odsotnosti likvidnostne zaščite v transakciji se ocena bonitetne agencije Moody's ne nanaša na pravočasno plačilo obresti in glavnice investitorjem<sup>56</sup>. Glavni vir izboljšanja kakovosti izdaje je podrejanje razreda B (8 %) in C (4 %) omenjenih obveznic. Plačila glavnice s strani posojilojemalcev bodo najprej porabljeni za poplačilo obveznic razreda A, nato pa razreda B. Prav tako pa bodo v primeru primanjkljaja, skupaj z rezervnim skladom v višini 100.000 USD, na razpolago tako imenovanemu »interest waterfall-u«. Gre za seznam prioritete plačil, od plačil stroškov administratorja in skrbnika do poplačila obveznic razreda C. Poleg tega pa je za pokrivanje nepričakovanih pravnih stroškov, stroškov za servisiranje in dokončno poplačilo glavnice, na razpolago tudi sklad za nepredvidene izdatke v višini 750.000 USD (Russian Auto Loans Finance B.V, 2005, str. 1–4).

Portfelj je sestavljen iz 3.679 posojil, zavarovanih z novimi avtomobili tujih blagovnih znamk, vrednih skoraj 50 mio USD. Po navedbah bonitetne agencije Moody's ni koncentracije glede vrste proizvajalca avtomobilov, vendar pa gre, po ruskih standardih, pri listinjenem premoženju za razkošnejše avtomobile. Povprečna vrednost kazalnika LTV znaša približno 70 %, tehtana povprečna starost posojila je 5 mesecev, tehtana povprečna preostala doba pa 30 mesecev. Vsa posojila so bila odobrena v moskovski regiji v letu 2004 in v začetku leta 2005, njihova povprečna tehtana donosnost pa je 9,9 %. Zgodovinski podatki o preteklih izgubah so omejeni, saj je portfelj posojil večinoma nastal leta 2004 (Russian Auto Loans Finance B.V, 2005, str. 4). Vseeno pa je stopnja kršitev relativno nizka, kar je bonitetna agencija Moody's pri določanju potrebne višine izboljšanja kakovosti izdaje upoštevala.

Bank Soyuz, originator posojil, ima sedem podružnic in je februarja 2005 zaposlovala več kot 900 ljudi. Je eden najpomembnejših posojilodajalcev na področju financiranja novih avtomobilov tujih blagovnih znamk v moskovski regiji. Ta položaj ji omogoča, da lahko posoja le najbolj kreditno sposobnim prebivalcem v moskovski regiji, s stabilno zaposlitvijo v preteklih petih do desetih letih (Russian Auto Loans Finance B.V, 2005, str. 5). Pri dodeljevanju posojil bank Soyuz običajno upošteva dejavnike, kot so stabilnost zaposlitve, izobrazba, zaposlitveni sektor, pretekla kreditna zgodovina ter posedovanje nepremičnin.

Pri zaključevanju transakcije listinjenja bo rezervni serviser Russian Standard Bank (v nadaljevanju RSB). RSB ima s približno osmimi milijoni strank enega največjih tržnih deležev na trgu potrošniških posojil. Bonitetna agencija Moody's meni, da RSB zaradi svoje napredne informacijske tehnologije, široke mreže podružnic in lastne agencije za povrnitev

---

<sup>56</sup> To je tudi ena od pomanjkljivosti bonitetnih ocen, omenjenih v poglavju 2.2.3.

dolgov predstavlja primerne rezervnega serviserja za servisiranje avtomobilskih posojil (Russian Auto Loans Finance B.V, 2005, str. 5).

Zaradi nizke starosti »bazena« posojil (ta so bila večinoma odobrena leta 2004) zgodovinski podatki za določitev višine izboljšanja kakovosti izdaje, potrebne za določeno bonitetno oceno, niso bili razpoložljivi. Pri oblikovanju predpostavk za modeliranje je Moody's upošteval naravo »bazena«, to je kriterije za odobravanje posojil, ki zagotavljajo kreditno sposobnost posojilojemalcev, prav tako pa tudi kakovost premoženja (Russian Auto Loans Finance B.V, 2005, str. 6). Poleg tega si je Moody's pri oblikovanju grobe ocene o višini izgube pomagal s svojimi izkušnjami pri podobnih »bazenih« avtomobilskih posojil na različnih trgih. Tekom programa avtomobilskih posojil je bilo terjano le posojilo za en avtomobil. V vseh primerih je bil postopek izterjave, zaradi zadržanja lastninske pravice, hiter in učinkovit, stopnja izterjave pa je bila 100 %. Bonitetna agencija Moody's je v različnih scenarijih vseeno upoštevala različne stopnje izterjave (v nekaterih tudi 50 %).

Moody's je nato omenjene predpostavke uporabil pri modeliranju denarnih tokov obravnavane transakcije (Russian Auto Loans Finance B.V, 2005, str. 6). Agencija uporablja metodologijo pričakovane izgube, ki odraža verjetnost neizpolnitve oziroma kršitve pogodbenih obveznosti za vsak razred obveznic pomnoženo s pričakovano stopnjo izgube. Bonitetna agencija meni, da konzervativne predpostavke odtehtajo pomanjkanje zgodovinskih podatkov, ter da je posledično izboljšanje kakovosti izdaje konsistentno z bonitetno oceno posameznih razredov obveznic.

Obstajajo nekatere negotovosti glede ruskega pravnega sistema. Transakcija je prva ruska »ABS« transakcija, ki je zavarovana z lokalnimi terjatvami, prav tako pa ne obstaja lokalna zakonodaja, ki bi pokrivala listinjenje potrošniških posojil. Vseeno pa je bonitetna agencija Moody's na podlagi pravnih mnenj uglednih odvetniških pisarn glede prave prodaje, izterljivosti in davčnih zadev izdaje zaključila, da so pravna tveganja konsistentna z dodeljeno bonitetno oceno posameznih razredov. Poleg tega pa struktura vključuje še rezervni sklad v višini 750.000 USD, ki je razpoložljiv za pokrivanje pravnih stroškov ali stroškov servisiranja (Russian Auto Loans Finance B.V, 2005, str. 1).

Bonitetna agencija Moody's bo transakcijo vključno s preverjanjem spremljajočih bonitetnih ocen ter pregledom periodičnih poročil serviserja stalno spremljala. Na ta način bo zagotovila, da ta še naprej posluje po pričakovanjih. Kakršnekoli naknadne spremembe bonitetne ocene bodo javno objavljene.

## SKLEP

Pojem listinjenje ima tri pomene, ki jim je skupno pridobivanje finančnih sredstev z izdajo vrednostnih papirjev, in sicer: (1) zadolževanje z izdajanjem vrednostnih papirjev in nadomeščanjem bančnih posojil; (2) združevanje posojil glede na njihove skupne lastnosti in izdajanje vrednostnih papirjev na osnovi paketa posojil ter izločitev posojil iz bilance stanja originatorja in (3) cenejše financiranje bančnega premoženja.

Listinjenje se je pojavilo v ZDA na področju hipotekarnih posojil v poznih sedemdesetih letih prejšnjega stoletja. Kmalu se je začelo hitro širiti še na druge vrste premoženja in geografska območja. V letu 2004 je bilo na ameriškem trgu izdanih za 2.656,6 mrd USD listinjenih vrednostnih papirjev, na evropskem pa za 243,6 mrd EUR.

Danes je lahko listinjen že praktično katerikoli denarni tok, ki izhaja iz premoženja in ima periodičen, časovno vnaprej opredeljen in pogodbeno določen pričakovan denarni tok, vrednost premoženja pa je dovolj velika, da opraviči stroške izdaje vrednostnih papirjev, samo premoženje pa homogeno in hkrati razdrobljeno ter hitro unovčljivo.

Proces izdaje listinjenih vrednostnih papirjev vključuje vrsto pomembnih udeležencev. Od posojilojemalcev, ki najamejo posojilo, do investorjev, ki kupijo listinjene obveznice, še originatorja, ki primarno premoženje ustvari, izdajatelja, ki izda vrednostne papirje, pripravljavca posla, ki strukturira posel, serviserja, ki zbira plačila od posojilojemalcev in jih razporeja med investitorje, poroka, ki prevzame kreditno tveganje, bonitetnih agencij, ki ocenijo posamezno izdajo, in še mnogo drugih.

Sam proces listinjenja ima veliko različic, njegovo bistvo pa je vedno ustvariti tržne povezave med posojilojemalci in investitorji ter na ta način obiti tradicionalne administrativne povezave. Na podlagi tega nastajajo različne strukture vrednostnih papirjev. Najprej so se pojavile pretočne obveznice, za katere je značilno, da se ves denar izplača sorazmerno vsem imetnikom obveznic. Pri nepretočnih obveznicah izdajatelj z delitvijo celotnega »bazena« na več razredov izda vrednostne papirje, ki imajo različne zapadlosti in različne kuponske obrestne mere. S premoženjem zavarovani vrednostni papirji pa običajno ostanejo v bilanci stanja originatorja, tu pa tudi ni neposredne povezave med denarnimi tokovi primernega premoženja in denarnim tokom imetnikom obveznic.

Želena bonitetna ocena transakcije ima velik vpliv na proces strukturiranja obveznice. Zato da bi izdaja dobila želeno bonitetno oceno, ocenjevalne agencije določijo potrebni nivo izboljšanja kakovosti izdaje. Zagotavljanje izboljšanja kakovosti izdaje, ali preko zunanjih ali pa preko notranjih tehnik izboljšanja kakovosti izdaje, je naloga pripravljavca posla. Namen tega je zagotoviti čim nižji znesek za izboljšanje kakovosti izdaje za čim višjo možno bonitetno oceno, ki bo običajno zagotovila (naj)nižje stroške sredstev.

Listinjenje ponuja številne prednosti, ki so tudi vzrok za njegovo hitro rast. Nekatere od teh so: možnost cenejšega in dolgoročnejšega zadolževanja, neposreden dostop do denarja, omogočanje diverzifikacije tako za investitorje kot originatorje, prenos katastrofičnih tveganj, omogočanje usklajevanja ročnosti sredstev in obveznosti bank ter izogibanje predpisom o kapitalski ustreznosti bank. Kljub mnogim privlačnostim, pa so se ob uporabi listinjenja pokazale tudi nekatere pomanjkljivosti.

Bonitetne agencije, ki kot neodvisni opazovalci dogajanj na mednarodnih finančnih trgih presojujejo o varnosti naložb v vrednostne papirje tujih izdajateljev oziroma posojilojemalcev, prevzemajo zelo odgovorno vlogo tako svetovalca investitorjem kot dejavnika za določitev stroškov pridobivanja tujih finančnih sredstev. Na trgih listinjenja pa imajo zaradi kompleksnosti instrumentov še posebno vlogo, saj so vključene tudi v samo oblikovanje listinjenih vrednostnih papirjev.

Bonitetne ocene so oblikovane kot pomoč investitorjem pri njihovih investicijskih odločitvah. Predstavljajo neodvisno in strokovno mnenje o kreditni kakovosti določene obveznice. Pri listinjenih transakcijah predstavijo zapletene instrumente na bolj enostaven način.

Glede na glavne bonitetne agencije (Fitch, Moody's in Standard&Poor's) so vsi proizvodi, ki jih ocenijo, podvrženi skupnemu ocenjevalnemu procesu. Agencije uporabljajo dvostopenjski proces. V prvem koraku ocenijo značilnosti in kreditno kakovost primarnega premoženja. V drugem koraku, strukturalni analizi, pa se osredotočajo na ocenitev serviserja in ostalih v posel vključenih tretjih strank, analiziranje denarnih tokov in pregled finančne strukture ter ocenitev neoporečnosti pravne strukture. Na koncu so vse informacije združene v posamezno alfanumerično oceno. Konflikti interesov, ki se pojavljajo, pa (zaenkrat še) niso vzrok za zaskrbljenost

Kljub jedrnatosti informacij, ki jih sporočajo bonitetne ocene, ter koristim, ki jih nudijo investitorjem, pa je potrebno opozoriti, da naj bi bila vsaka bonitetna ocena ali drugo mnenje le v pomoč pri investicijskih odločitvah. Investitorji naj se ne bi odločali le na podlagi bonitetnih ocen. Morajo se zavedati njihovih omejitev in pomanjkljivosti. Vsak investitor mora sam analizirati in oceniti izdajatelje in poroke vrednostnih papirjev ter vrednostne papirje, ki jih namerava kupiti, prodati ali držati.

V slovenskem finančnem prostoru proces listinjenja še ni dodobra zaživel, saj je do pravega listinjenja premoženja do sedaj prišlo le v dveh primerih. Mednarodne bonitetne agencije ne ocenjujejo slovenskih listinjenih vrednostnih papirjev, podajajo pa mnenje o kreditni kakovosti za veliko število vrednostnih papirjev iz globalnega okolja. Eden takih je primer listinjenja premoženja pri Russian Auto Loans Finance B.V.

## LITERATURA

1. Abramovič Kruno: Listinjenje kot finančna inovacija in uporaba v slovenski praksi. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 101 str.
2. Audino Diane: The Rating Agency Approach to Credit Risks. London : Euromoney Publications PLC, 1996. 27 str.
3. Bhattacharya Anand K., Fabozzi Frank J.: Asset-Backed Securities. New York : Prudential Securities Incorporated, 1996. 382 str.
4. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus J. Alan: Investments. Boston : Irwin/McGraw-Hill, 1999. 967 str.
5. Davidson Andrew et al.: Securitization: Structuring and Investment Analysis. Hoboken : John Wiley & Sons, Inc., 2003. 557 str.
6. Fabozzi J. Frank: Accessing Capital Markets through Securitization. New Hope : Frank J. Fabozzi Associates, 2001. 244 str.
7. Fabozzi J. Frank: Bond Markets, Analysis and Strategies. Upper Saddle River, New Jersey : Prentice-Hall, Inc., 2000. 606 str.
8. Fabozzi J. Frank, Modigliani Franco: Capital Markets: Institutions and Instruments. Upper Saddle River : Prentice Hall International, Inc., 1996. 768 str.
9. Fabozzi J. Frank, Modigliani Franco, Ferri G. Michael: Foundations of Financial Markets and Institutions. Englewood Cliffs, New Jersey : Prentice-Hall, Inc., 1994. 666 str.
10. Fender Ingo, Mitchell Janet: Structured finance: Complexity, risks and the use of ratings. Basel : Bank for International Settlements, 2005. 99 str.
11. Hafner Manja: Listinjene. Bančni vestnik, Ljubljana, 45(1996), 6, str. 18–28.
12. Hull C. John: Options, futures and other derivatives. Upper Saddle River, New Jersey : Pearson Education, Inc., 2003. 744 str.
13. Janevska Lidija: Prenos kreditnega tveganja. Bančni vestnik, Ljubljana, 53(2004), 3, str. 42–47.
14. Jorion Philippe: Financial Risk Manager Handbok. Hoboken : John Wiley & Sons, Inc., 2003. 832 str.
15. Kirsch E. Clifford: The financial services revolution: Understanding the changing role of banks, mutual funds, and insurance companies. Chicago : Irwin Professional Publishing, 1997. 565 str.
16. Kovač Simona: Rating agencije in verodostojnost rating ocen. Bančni vestnik, Ljubljana, 51(2002), 12, str. 7–9.
17. Mejač Krassnig Alenka: Listinjenje hipotekarnih posojil in premoženja. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 106 str.
18. Mejač Krassnig Alenka: Listinjenje v Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 46(1997), 5, str. 9–14.
19. Mejač Krassnig Alenka: Listinjenje v Združenih državah Amerike. Bančni vestnik, Ljubljana, 46(1997a), 1–2, str. 2–9.

20. Mohorič Saša: Listinjenje premoženja. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 89 str.
21. Mohorič Saša: Listinjenje premoženja (1). Bančni vestnik, Ljubljana, 49(2000), 6, str. 2–9.
22. Norton J. Joseph, Spellman R. Paul, Dupler S. Mitchell: International Asset Securitisation. London : Lloyd's of London Press, 1995. 350 str.
23. Ribnikar Ivan: Listinjenje. Bančni vestnik, Ljubljana, 45(1996), 1–2, str. 48–51.
24. Saunders Anthony: Financial Institutions Management. Boston, Massachusetts : McGraw-Hill Companies, Inc., 2000. 742 str.
25. Shaw Zöe: Introduction and the Issuer's Perspective. London : Euromoney Publications PLC, 1996. 37 str.
26. Shaw Zöe: Credit Enhancement and Cash Flow Analysis. London : Euromoney Publications PLC, 1996a. 46 str.
27. Špendl Potisk Andreja: Listinjenje kot metoda upravljanja bilance banke. Magistrsko delo. Maribor : Ekonomsko-poslovna fakulteta Maribor, 1999. 147 str.
28. Štiblar Franjo: Mednarodni rating Slovenije kot podlaga za rating njenih bank. Bančni vestnik, Ljubljana, 49(2000), 11, str. 7–11.
29. Tavakoli M. Janet: Credit Derivatives & Synthetic Structures. New York : John Wiley & Sons, Inc., 2001. 312 str.
30. Tavakoli Janet: Structured Finance: Rating the Rating Agencies. GARP Risk Review, London, 2005, 22, str. 9–11.
31. Trupej Alanka: Kreditno tveganje v poslovno-bančnem sistemu. Magistrsko delo. Maribor : Ekonomsko-poslovna fakulteta Maribor, 2001. 131 str.
32. Vinter D. Graham: Project Finance. London : Sweet & Maxwell Limited, 1995. 151. str.
33. Walmsley Julian: New Financial Instruments. New York : John Wiley & Sons, Inc., 1998. 533 str.
34. WestLB Financial Markets Research: Moody's revises Covered Bond Rating Methodology. Düsseldorf : WestLB AG, 2005, 7 str.
35. Wood R. Philip: Title Finance, Derivatives, Securitisations, Set-off and Netting. London : Sweet & Maxwell Limited, 1995. 251 str.
36. Zelenko Ingrid: Listinjenje na finančnih trgih. Magistrsko delo. Maribor : Ekonomsko-poslovna fakulteta Maribor, 2000. 132 str.



## VIRI

1. Asset Securitization: Current Tehniques and Emerging Market Applications. London : Euromoney Publications PLC, 1997. 178 str.
2. Ažman-Bizovičar Majda: Poslovni slovar: Angleško-slovenski, slovensko-angleški. Ljubljana : Državna založba Slovenije, 2003. 372 str.
3. Bell Ian, Carron Alain, Zlotnik Michael: Expanding European Covered Bond Universe Puts Spotlight on Key Analytics. B.k. : Standard & Poor's, 2004. 8 str.
4. Bloomberg: Informacijski sistem, avgust 2005.
5. ESF Securitisation Data Report : European Securitisation Forum. 4 str. [URL: <http://www.europeansecuritisation.com/pubs/ESFDataReportWinter05.pdf>], zima 2005.
6. ESF Securitisation Data Report : European Securitisation Forum. 3 str. [URL: <http://www.europeansecuritisation.com/pubs/ESFDataReportSpring05.pdf>], pomlad 2005a.
7. Fitch Ratings Definitions. [URL: [http://www.fitchratings.com/creditdesk/ratings/definitions/index.cfm?rd\\_file=intro](http://www.fitchratings.com/creditdesk/ratings/definitions/index.cfm?rd_file=intro)], 31.5.2005.
8. Grad Anton: Veliki angleško-slovenski slovar. Ljubljana : Državna založba Slovenije, 1994. 1377 str.
9. Introduction to Credit Ratings. [URL: <http://www.moody.com/moodys/cust/AboutMoody/AboutMoody.aspx?topic=rdef&subtopic=moodys%20credit%20ratings&title=Introduction.htm>], 31.5.2005.
10. Moody's Rating Approach. [URL: <http://www.moody.com/moodys/cust/AboutMoody/AboutMoody.aspx?topic=rapproach>], 31.5.2005.
11. Research Quarterly : The Bond Market Association. 11 str. [URL: <http://www.bondmarkets.com/files/RsrchQrtly505.pdf>], februar 2005.
12. Research Quarterly : The Bond Market Association. 11 str. [URL: <http://www.bondmarkets.com/files/RsrchQrtly505.pdf>], maj 2005.
13. Russian Auto Loans Finance B.V. London : Moody's Investor Service, Inc.. 8 str. [URL: <http://www.moody.com/moodys/cust/research/MDCdocs/29/2003700000423965.pdf?frameOfRef=structured&namedEntity=New+Issue+Report>], 2005.
14. Securitization Standing Committee: Demystifying Securization for Unsecured Investors. New York : Moody's Investors Service, Inc., 2003. 12 str.
15. The role of ratings in structured finance: Issues and implications. Basel : Bank for International Settlements, Committee on the Global Financial System, 2005. 59 str.
16. Šega Lidija: Veliki moderni poslovni slovar: Angleško-slovenski. Ljubljana : Cankarjeva založba, 1997. 957 str.

## Slovarček slovenskih prevodov tujih okrajšav

TUJ IZRAZ	SLOVENSKI PREVOD
arranger ali structurer	pripravljalec posla
asset/liability matching	usklajevanje ročnosti sredstev in obveznosti
asset-backed commercial paper	s premoženjem krit komercialni zapis
asset-backed securities (ABS)	s premoženjem zavarovane obveznice
back-up serviser	rezervni serviser
benchmark	merilo za primerjave
borrower	posojiljemalec
collateralized debt obligation (CDO)	obveznice, ki vsebujejo ali pa so povezane z relativno majhnim številom (50 do 150) nehomogenega premoženja
credit enhancement	izboljšanje kakovosti izdaje
credit reputation	ugled
default	neplačilo ali zamuda pri plačilu
default risk	tveganje neizpolnitve oziroma kršitve pogodbenih obveznosti
delinquency	kršitev, prestopok
excess interest	presežne obresti
Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC - Freddie Mac)	Zvezno združenje za hipotekarna stanovanjska posojila
Federal National Mortgage Association (FNMA) - Fannie Mae	Zvezno nacionalno hipotekarno združenje
floating rate notes	vrednostni papirji s spremenljivo obrestno mero
garbage class	razred R (rezidualni razred)
Government National Mortgage Association (GNMA) - Ginnie Mae	Vladno nacionalno hipotekarno združenje
investment grade	investicijski razred (od AAA do BBB)
issuer	izdajatelj vrednostnih papirjev
junior class	podrejeni razred
lemon	dolžnik, za katerega se ne ve točno, kakšna je njegova kreditna sposobnost
letter of credit	akreditiv
loan to value (LTV)	razmerje med višino posojila in vrednostjo jamstva
marketability	tržnost
mezzanine	nadrejeno-podrejeni razred – vmeseni razred
mortgage-backed securities (MBS)	s hipotekami zavarovane obveznice
overcollateralization	presežno zavarovanje
packaging ali pooling	združevanje posojil v manjše pakete

pass-through coupon rate	obrestna mera pretočne obveznice
pass-through security	pretočna obveznica
recourse	povračilni zahtev
return on assets (ROA)	donosnost sredstev
return on equity (ROE)	donostnost lastniškega kapitala
securitization, securitisation, titrisation, Verbriefung	listinjenje
senior class	nadrejeni razred
senior/subordinated structure	nadrejeno/podrejena struktura
speculative grade	neinvesticijski oziroma špekulativni razred (od BB navzdol)
spread account	maržni račun
subordination	podrejanje
supporting ratings	podporne bonitetne ocene, katerih sprememba lahko vpliva na bonitetno oceno listinjenih vrednostnih papirjev
trustee	skrbnik
zero-coupon bond	brezkuponska obveznica