

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**PROBLEMATIKA BONITETNIH OCEN DEŽELNEGA TVEGANJA IN  
RAZVOJ SODOBNE REGULACIJE**

Ljubljana, julij 2012

MILOŠ SARIČ

## IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisani(-a) \_\_\_\_\_, študent(-ka) Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtor(-ica) zaključne strokovne naloge/diplomskega dela/specialističnega dela/magistrskega dela/doktorske disertacije z naslovom \_\_\_\_\_, pripravljene(-ga) v sodelovanju s svetovalcem/svetovalko \_\_\_\_\_ in sosvetovalcem/sosvetovalko \_\_\_\_\_.

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

S svojim podpisom zagotavljam, da

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

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

Podpis avtorja(-ice): \_\_\_\_\_

# KAZALO

<b>UVOD</b> .....	<b>1</b>
<b>1 PREDSTAVITEV BONITETNE AGENCIJE IN BONITETNE OCENE DEŽELNEGA TVEGANJA</b> .....	<b>2</b>
1.1 VLOGA BONITETNIH AGENCIJ IN GLAVNE FUNKCIJE DELOVANJA .....	2
1.2 STRUKTURA TRGA INDUSTRIJE BONITETNIH AGENCIJ .....	3
1.2.1 <i>Moody's</i> .....	5
1.2.2 <i>Standard &amp; Poor's</i> .....	5
1.2.3 <i>Fitch</i> .....	6
1.3 DEFINICIJA BONITETNE OCENE DEŽELNEGA TVEGANJA .....	6
1.4 INFORMACIJSKA VREDNOST BONITETNE OCENE DEŽELNEGA TVEGANJA .....	7
1.4.1 <i>Bonitetna ocena deželnega tveganja kot zgornja omejitev</i> .....	9
1.5 TAKSONOMIJA BONITETNIH OCEN .....	9
1.6 METODOLOGIJA BONITETNE OCENE DEŽELNEGA TVEGANJA .....	10
<b>2. UGOTAVLJANJE ODPSTOPANJA VREDNOSTI BONITETNE OCENE</b> .....	<b>12</b>
2.1 PRIMER DOLŽNIŠKE KRIZE JAVNIH FINANC GRČIJE.....	13
2.2 PRIMER KRIZE DRŽAV PIIGS .....	18
2.3 DRUGI ZABELEŽENI PRIMERI V PRETEKLOSTI.....	22
<b>3 KRITIČNA PODROČJA</b> .....	<b>23</b>
3.1 OMEJITVE BONITETNIH AGENCIJ .....	24
3.1.1 <i>Informacijsko tveganje</i> .....	24
3.1.2 <i>Analitične ovire</i> .....	24
3.1.3 <i>Težavnost motiviranja bonitetnih agencij</i> .....	25
3.2 VEDENJE BONITETNIH AGENCIJ .....	25
3.2.1 <i>Konflikt interesov</i> .....	25
3.2.2 <i>Nenaročene bonitetne ocene</i> .....	27
3.2.3 <i>Relativno merjenje tveganja</i> .....	27
3.3 VPLIV BONITETNIH OCEN NA FINANČNO NESTABILNOST.....	28
3.3.1 <i>Procikličnost</i> .....	28
3.3.2 <i>Sprožilci spremembe bonitetne ocene</i> .....	29
3.3.3 <i>Podobnost metodologij</i> .....	30
<b>4 SMERNICE RAZVOJA REGULACIJE BONITETNIH AGENCIJ</b> .....	<b>31</b>
4.1 OKREPLJENA REGULATIVNA UPORABA BONITETNIH OCEN .....	31
4.1.1 <i>Basel I</i> .....	31
4.1.2 <i>Basel II</i> .....	32
4.1.3 <i>Basel III</i> .....	33
4.2 SODOBNA REGULACIJA BONITETNIH AGENCIJ .....	35
4.2.1 <i>Na ravni ZDA</i> .....	35
4.2.2 <i>Na ravni EU</i> .....	37
4.2.3 <i>Primerjava regulacije na ravni ZDA in EU</i> .....	40
4.3 OCENA PRIMERNOSTI REGULACIJE .....	41
4.4 ALTERNATIVNI STANDARDI ZA MERJENJE KREDITNE KAKOVOSTI .....	43
<b>SKLEP</b> .....	<b>44</b>
<b>LITERATURA IN VIRI</b> .....	<b>46</b>

## KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Bonitetna agencija v vlogi informacijskega posrednika .....</i>	<i>3</i>
<i>Slika 2: Prikaz podeljevanja bonitetne ocene deželne tveganja S&amp;P na osnovi 5 kriterijev....</i>	<i>11</i>
<i>Slika 3: Gibanje bonitetne ocene S&amp;P za Grčijo od leta 1988 - 2011.....</i>	<i>13</i>
<i>Slika 4: Gibanje pribitkov grških obveznic nad donosnostjo 10-letnih nemških državnih obveznic .....</i>	<i>17</i>
<i>Slika 5: Gibanje bonitetnih ocen S&amp;P za skupino držav PIIGS .....</i>	<i>19</i>
<i>Slika 6: Gibanje pribitkov nad donosnostjo nemških 10-letnih obveznic za skupino držav PIIGS, Belgije in Nizozemske .....</i>	<i>20</i>

## KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Število analitikov in ovrednotenih vrednostnih papirjev bonitetnih agencij S&amp;P, Moody's in Fitch leta 2011.....</i>	<i>4</i>
<i>Tabela 2: Izbrani ekonomski kazalci za Grčijo v letih 2007 in 2008.....</i>	<i>16</i>
<i>Tabela 3: Prikaz neuspešnih bonitetnih ocen v preteklosti.....</i>	<i>22</i>
<i>Tabela 4: Porazdelitev RWA glede na bonitetno oceno pri Basel II in Basel I.....</i>	<i>32</i>
<i>Tabela 5: Primerjava sodobne regulacije bonitetnih agencij na ravni EU in ZDA na osnovi petih kriterijev .....</i>	<i>41</i>

# UVOD

V zadnjem desetletju se je na področju finančnega posredništva odvijal razvoj brez primere. Po finančni krizi in negativni vlogi bonitetnih agencij se je pozornost preselila v EU, ki jo pesti kriza evroobmočja. Sunkovit padec grške bonitetne ocene, ki je povzročil krizo evroobmočja, spominja na pretekle strme padce bonitetnih ocen strukturiranih finančnih instrumentov, ki so povzročili krizo medbančnega trga, zato se postavlja vprašanje o primernosti ukrepov regulatorjev. Namreč izkazalo se je, da je finančna kriza postopoma s seboj prinesla tudi vzpon suverenega tveganja, ki ga bonitetne agencije niso jemale resno, dokler ni bilo za nekatere države, kot je Grčija, prepozno. Regulatorji so po finančni krizi sicer sprejeli ukrepe za izboljšanje delovanja bonitetnih agencij, vendar strm padec grške bonitetne ocene kaže na neodpravljene pomanjkljivosti. Predvsem se zopet pojavlja problem visokih bonitetnih ocen in strmih padcev, vendar tokrat v obliki bonitetnih ocen deželnega tveganja. Prav zaradi strmih padcev v krajšem časovnem obdobju lahko za nazaj trdimo, da so bonitetne ocene v določenem obdobju odstopale od svoje resnične vrednosti, oziroma, da so bile napihnjene.

Osnovni namen diplomske naloge je raziskati ozadje napihnjene bonitetne ocene deželnega tveganja na nedavnem primeru grške dolžniške krize ter ugotoviti, zakaj so bonitetne agencije nezmožne izdajati bonitetne ocene, ki bi zagotovile odsev realnega stanja kakovosti izdajateljev skozi čas. Glavni cilj diplomskega dela je poiskati tiste dejavnike, ki onemogočajo bonitetnim agencijam, da bi izdajale kakovostne bonitetne ocene deželnega tveganja, in ugotoviti, ali sedanja oblika regulacije lahko odpravi tovrstne pomanjkljivosti. V diplomski nalogi bom zato predvsem odgovarjal na vprašnji: Zakaj prihaja do napihnjene bonitetne ocene deželnega tveganja? Ali obstoječa oblika regulacije bonitetnih agencij lahko odpravi problem napihnjene bonitetne ocene v prihodnosti? Metoda dela je primerjalna analiza, saj z vsebino izbrane literature lahko pridem do odgovorov na zastavljena vprašanja. Pri raziskovanju tematike sem uporabljal knjige, strokovne članke in statistične podatke na spletnih straneh mednarodnih finančnih organizacij.

Diplomsko delo je sestavljeno iz 4 poglavij. Prvo poglavje je namenjeno predstavitvi bonitetnih agencij in bonitetne ocene deželnega tveganja, v katerem bom zapisal definicijo in informacijsko vrednost same bonitetne ocene, ter izpostavil rangirni sistem in metodologijo bonitetne ocene. Drugo poglavje je namenjeno ugotavljanju odstopanja bonitetne ocene deželnega tveganja na primeru grške dolžniške krize javnih financ in njenega vpliva na skupino držav PII(G)S. Sledi še preverjanje preteklih primerov napihnutih bonitetnih ocen. Tretje poglavje obravnava kritična področja bonitetnih agencij, ki onemogočajo podeljevanje kakovostnih bonitetnih ocen skozi čas. Sestavljeno je iz splošnih omejitev bonitetnih agencij in njihovega vedenja ter negativnega vpliva napihnutih bonitetnih ocen na finančno nestabilnost. Četrto poglavje je namenjeno preverjanju ukrepov regulatorjev po finančni krizi. Preveril bom regulativno vrednost bonitetne ocene, razlikovanje med ubranimi smermi regulatorjev na ravni ZDA in EU, in podal oceno primernosti ukrepov za odpravljanje problema napihnjene bonitetne ocen deželnega tveganja. Poglavje bom zaključil s pregledom alternativnih standardov za merjenje kreditnega tveganja, da bi lahko v sklepu zapisal ugotovitve na zastavljena vprašanja.

# 1 Predstavitev bonitetne agencije in bonitetne ocene deželnega tveganja

Poglavje je namenjeno predstavitvi vloge bonitetnih agencij in enega od njenih glavnih proizvodov – bonitetne ocene deželnega tveganja. V angleškem jeziku jo zasledimo pod izrazom "sovereign risk rating", ki v slovenskem prostoru nima dobesednega prevoda, zato je najbližje izrazu bonitetna ocena deželnega tveganja, vendar se izraza ne ujemata do potankosti, kar bom razložil v definiciji. Smiselno je v poglavju poudariti, da bonitetna ocena predstavlja močno analitično orodje zaradi svoje informacijske vrednosti. Nadaljeval bom z razlago rangirnega sistema bonitetnih ocen in zaključil poglavje z metodologijo ocenjevanja bonitetne ocene deželnega tveganja.

## 1.1 Vloga bonitetnih agencij in glavne funkcije delovanja

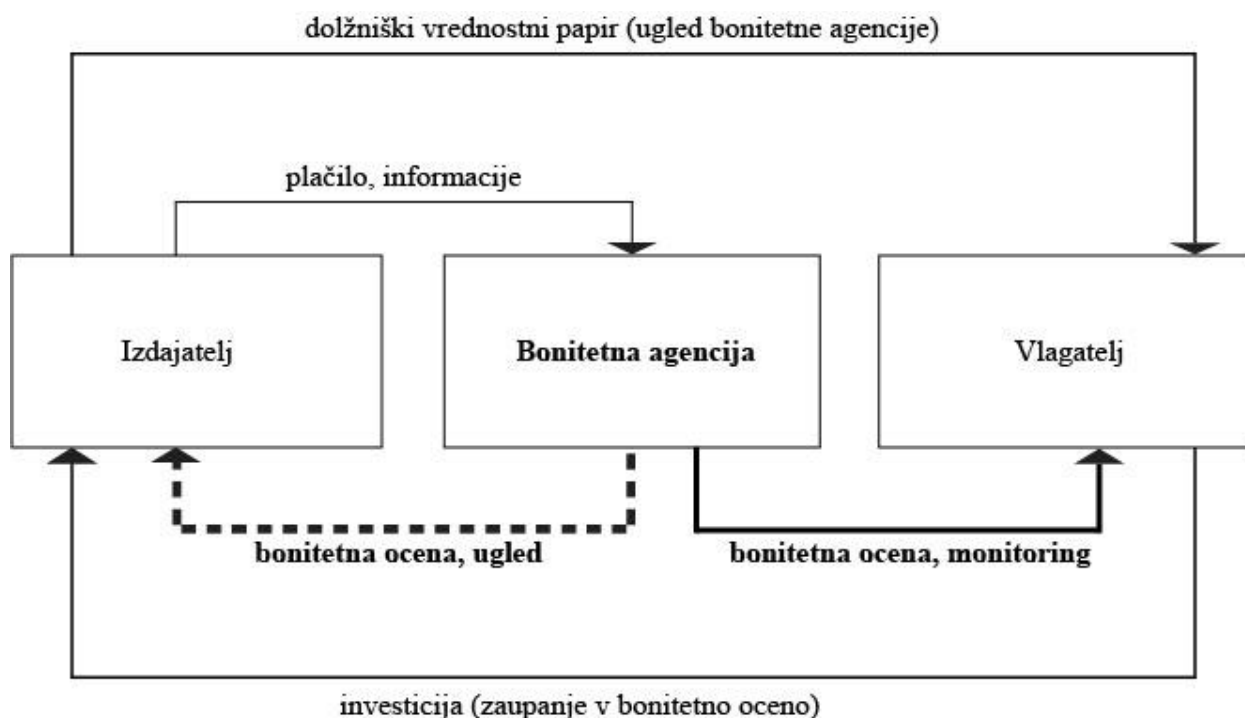
Bonitetne agencije imajo pomembno vlogo na globalnih trgih vrednostnih papirjev in bančnih trgih, saj njihove bonitetne ocene uporabljajo vlagatelji, kreditojemalci, izdajatelji in vlade pri sprejemanju z informacijami podprtih naložbenih in finančnih odločitev. Kreditne institucije, investicijska podjetja, zavarovalnice, pozavarovalnice, kolektivni naložbeni podjemi za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje in institucije za poklicno pokojninsko zavarovanje lahko te bonitetne ocene uporabljajo kot merilo za izračun svojih kapitalskih zahtev za solventnostne namene ali za izračunavanje tveganj svoje naložbene dejavnosti. Zato bonitetne ocene pomembno vplivajo na delovanje trgov ter na zaupanje vlagateljev in potrošnikov (Uredba št. 1060/2009 o bonitetih agencijah, Ur. l. 302/1).

Zanesljivost informacij predstavlja predpogoj za učinkovito delovanje finančnih trgov. V situaciji, kjer dolžnik o svoji kreditni sposobnosti ve več kot vlagatelj, se vlagatelj upravičeno boji, da bo dolžnik nezmožen poravnati svoje obveznosti, zato se zaščiti z višjo obrestno mero. Povečana cena, ki jo vlagatelj zahteva zaradi negotovosti, lahko odvrne kredibilne in varne dolžnike, ker bi bili v tem primeru prisiljeni preplačati posojilo zaradi nezmožnosti dokazovanja stanja kreditne kakovosti vlagateljem (Listokin & Taibleson, 2010, str. 95–96). Takšen primer pojava asimetrije informacij (kot tudi podobne primere) se lahko rešuje na več načinov<sup>1</sup>. Alternativa se nahaja v bonitetnih agencijah, ki v zameno za plačilo objavijo bonitetno oceno o kreditni kakovosti dolžnikov, s tem ublažijo asimetrijo informacij in izboljšajo pogoje zadolževanja dolžnikov, kar je razvidno iz Slike 1. Bonitetne agencije lahko zaradi takšne narave delovanja opišemo kot agencije zbiralke informacij (angl. *information gathering agencies*).

---

<sup>1</sup> Eden od načinov reševanja problema asimetrije informacij so banke, ki s svojim pristopom ustvarjajo dolgoročen odnos z dolžniki, vendar bi bila takšna rešitev nepopolna in stroškovno neučinkovita.

*Slika 1: Bonitetna agencija v vlogi informacijskega posrednika*



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

Lahko povzamemo, da obstajajo tri glavne funkcije bonitetnih agencij in koristi zainteresirane javnosti – izdajateljev vrednostnih papirjev, vlagateljev in regulatorjev (glej Prilogo 1, Tabela 1). Informacijska funkcija bonitetnih agencij se kaže v njihovi sposobnosti, da ustvarjajo informacije, ki posledično zmanjšujejo pojav asimetrije informacij. Verodostojnost ustvarjenih informacij branijo z ugledom. Ustvarjanje informacij vodi v ekonomijo obsega, ki je koristna tako za vlagatelje kot regulatorje, skupaj z izdajatelji pa imajo vsi koristi od sporočanja informacij zasebnega značaja s strani bonitetnih agencij. Certifikacijska funkcija omogoča regulatorjem, da izkoriščajo bonitetne ocene v regulativne namene, medtem ko jih izdajatelji in vlagatelji uporabljajo za boljše in učinkovitejše upravljanje s tveganji. Standardizacijska funkcija kot tretja omogoča vlagateljem in regulatorjem primerjavo različnih tveganj. Potrebno je poudariti, da so bonitetne ocene prisotne tudi v celotnem kreditno-naložbenem procesu med izdajatelji in vlagatelji, kar je značilnost standardizacijske funkcije.

## ***1.2 Struktura trga industrije bonitetnih agencij***

Ocenjeno je, da trenutno na trgu bonitetnih agencij deluje okoli 150 lokalnih in mednarodnih bonitetnih agencij, razpršenih po celem svetu (Langohr & Langohr, 2008, str. 384). Prikaz moči med bonitetnimi agencijami, v smislu katere je vodilna na trgu, je možen skozi segmentacijo trga, za katero so – teoretično gledano – tri relevantna področja: kakovost, geografska pokritost in razred proizvoda; znotraj teh kriterijev je možna še delitev na nacionalno priznane in nepriznane bonitetne agencije<sup>2</sup> (glej Prilogo 1, Slika 1). Odsev poslovne moči vseh delujočih

<sup>2</sup> Kitajska bonitetna agencija Dagong in ameriška bonitetna agencija Weiss Ratings sta nekateri od primerov relativno vplivnih nacionalno nepriznanih bonitetnih agencij.

bonitetnih agencij na takšni osnovi bi bil skoraj brezpredmeten glede na tržni delež, ki ga imajo tri mednarodno priznane bonitetne agencije – Moody's, Standard&Poor's ter Fitch, zato se bom v tem poglavju, kot v ostalih, ki sledijo, posvetil globalni trojici z večjim poudarkom na bonitetni agenciji S&P.

Bonitetne agencije Standard&Poor's (S&P), Moody's in Fitch dominirajo v industriji s skupnim tržnim deležem v višini 95 odstotkov - S&P ima 40 odstotni tržni delež, Moody's pravtako 40 odstotni tržni delež in Fitch ima 15 odstotni tržni delež (Altman et al. 2008, str. 82). Vse tri delujejo globalno, imajo predstavništva na šestih kontinentih ter vidne bonitetne ocene na desetinah bilijonov (angl. *trillions*) ameriških dolarjev vrednih vrednostnih papirjev (White, 2010, str. 217). Poslovne operacije (ocenjevanje tveganja in izdajanje bonitetnih ocen) S&P so približno enako velike kot pri Moody's, medtem ko so pri Fitch nekoliko manjše, kar je tudi možno intuitivno razbrati iz tržnih deležev. Področja, relevantna za segmentacijo trga, lahko pojasnijo posamezni tržni deleži; boljša osnova za ponazoritev razmerja moči sta število analitičnega osebja in število ovrednotenih dolžniških vrednostnih papirjev v preteklosti, razdeljenih po tipu izdajatelja.

Na eni strani analitično osebje predstavlja vir produkcijskega faktorja dela kot sile ustvarjanja bonitetnih ocen in na drugi strani število (preteklih) ovrednotenih izdaj vrednostnih papirjev predstavlja ugled na posameznem področju. Iz Tabele 1 je razvidno, da vse tri agencije zaposlujejo približno enako število analitičnega osebja, medtem ko S&P ter Moody's vrednotijo občutno več komercialnih kreditov, državnih obveznic in vrednostnih papirjev, zavarovanih s paketom kupljenih posojil, kot Fitch, kar je po številkah sodeč tudi razlog za razmerje tržnih deležev med njimi. V nadaljevanju bom na kratko predstavil osnovna dejstva za vsako od bonitetnih agencij in preveril, kako posamezna bonitetna agencija obvešča zainteresirano javnost o lastnih bonitetnih ocenah deželnega tveganja.

*Tabela 1: Število analitikov in ovrednotenih vrednostnih papirjev bonitetnih agencij S&P, Moody's in Fitch leta 2011*

	<i>Standard&amp;Poor's</i>	<i>Moody's</i>	<i>Fitch</i>
<i>Število zaposlenih analitikov:</i>			
Analitiki kreditnega tveganja	1.126	1.081	1.057
Nadzorniki analitikov kreditnega tveganja	126	228	305
<i>Število ovrednotenih dolžniških vrednostnih papirjev po izdajateljih:</i>			
Finančne institucije	54.000	61.581	72.311
Zavarovalnice	8.200	4.540	4.599
Podjetja – komercialni zapisi	44.500	30.285	12.913
Državne obveznice	965.900	841.235	352.697
Vrednostni papirji, zavarovani s paketom kupljenih posojil (angl. Asset backed securities)	117.900	101.546	69.515

*Vir:* U.S. Securities and Exchange Commission (januar, 2011); Form NRSRO Fitch, Application for registration as a nationally recognized statistical rating organization; Form NRSRO Moody's, Application for registration as a nationally recognized statistical rating organization;

Form NRSRO Standard&Poor's, Application for registration as a nationally recognized statistical rating organization.



Razporeditev tržnih deležev med globalnimi igralci S&P, Moody's in Fitch kaže na oligopolno ureditev trga, ki kot teorija namiguje, prinaša negativne posledice, ki se lahko odražajo v poslabšanju kakovosti bonitetnih ocen. Teoretično gledano bi bilo veliko bolje, če bi obstajal trg popolne konkurence, kjer bi se bonitetne agencije borile za vlagatelje z oskrbovanjem najbolj kakovostnih možnih bonitetnih ocen.

### **1.2.1 Moody's**

Moody's je edina samostojna poslovna entiteta od treh, zato je največ podatkov na voljo za to entiteto. Bonitetna agencija je bila ustanovljena leta 1900 in pričela z izdajo prve bonitetne ocene deželnega tveganja po Bhatiji (2002, str. 5) pred začetkom prve svetovne vojne, po podatkih s formularja za NRSRO (angl. *nationally recognized statistical rating organization*) pa leta 1918. Ne glede na letnico prve izdaje je družba leta 2010 ustvarila 2 milijardi ameriških dolarjev skupnih prihodkov, kjer so neto prihodki znašali 508 milijonov ameriških dolarjev in skupna sredstva ostala zabeležena v vrednosti več kot 2,5 milijarde ameriških dolarjev.

Moody's, tako kot ostali vodilni bonitetni agenciji, obvešča zainteresirano javnost o stanju bonitetnih ocen deželnega tveganja. V svojih poročilih objavljajo aktualne spremembe, metodično pojasnjujejo glavna vodila sprememb bonitetnih ocen in obveščajo o spremembah metodologij vrednotenja. V letnem poročilu (Moody's Investor Service, 2011) lahko zasledimo vzpon suverenega tveganja od leta 1983 pa do leta 2010 na podlagi sprememb pri bonitetnih ocenah deželnega tveganja. V letu 1983 so bile vse bonitetne ocene v t. i. investicijskem razredu (angl. *investment grade*), več kot desetletje kasneje, leta 1995, je skoraj četrtina bonitetnih ocen zdrsela v t. i. špekulativni razred (angl. *speculative grade*), in v letu 2010 se je razmerje ustavilo pri 61/39 v korist t. i. investicijskega razreda (glej Prilogo 2, Tabela 2).

### **1.2.2 Standard & Poor's**

Standard&Poor's je družba dveh nekoč samostojnih poslovnih entitet, Poor's Publishing in Standard Statistics, kjer je predhodnji pričel s prvo izdajo bonitetnih ocen deželnega tveganja prav tako po prvi svetovni vojni. Danes je S&P del korporacije McGraw-Hill, ki izdaja konsolidirane računovodske izkaze, zato je primerjava prihodkov z Moody's nemogoča, vendar se glede na tržni delež, število zaposlenih analitikov in podobno strukturo ovrednotenih vrednostnih papirjev v preteklosti lahko sklepa, da družba dosega prihodke in beleži sredstva podobne velikosti kot njen konkurent Moody's.

Podobno kot pri Moody's za S&P vrednotenje državnih obveznic predstavlja pomemben, če ne poglavitni del poslovanja, zato se mu v praksi zelo posvečajo. V svojih poročilih, podobno kot Moody's, branijo svoje ocene z raznovrstnimi analizami in obenem obveščajo zainteresirano javnost o morebitnih spremembah. V poročilu (Standard & Poor's, 2011, 23. februar) je npr. zajet stolpični grafik (glej Prilogo 2, Slika 2), ki slikovito ponazarja spremembe bonitetnih ocen deželnega tveganja, izražene v odstotkih. Od leta 1995 do začetka finančne krize leta 2008 so bonitetne ocene deželnega tveganja rasle (z izjemo leta 1998), vključno z letom 2007, ko se je

pojavi hipotekarna kriza v ZDA. Izjemen padec je zabeležen v letih 2008 in 2009, leto 2010 kaže na večji odstotek zvišanih bonitetnih ocen deželnega tveganja glede na odstotek znižanih, ki je še vedno relativno visok.

### 1.2.3 Fitch

Fitch je nastal med letoma 1997–2000 kot posledica uspešnih združitvev med podjetji Fitch Investor Services, IBCA in Duff & Phelps (Bhatia, 2002, str. 5). Iskanje podatkov za Fitch je oteženo, ker podobno kot S&P spada pod večjo korporacijo, ki izdaja računovodske izkaze na konsolidirani osnovi. Iz formularja za registracijo bonitetne agencije Fitch kot nacionalno priznane statistične bonitetne organizacije (NRSRO<sup>3</sup>) je možno razbrati, da so pričeli z izdajo bonitetnih ocen deželnega tveganja leta 1927. Zopet se lahko opazi, da je tržni delež Fitcha povezan s številom ovrednotenih državnih obveznic glede na S&P in Moody's. Zanimivo je, da ob primerljivem številu analitikov vrednotijo občutneje manj finančnih instrumentov.

Pričakovano lahko tudi za Fitch zapišem, da skozi obdobja preverja lastne bonitetne ocene deželnega tveganja, prav tako kot S&P in Moody's, ter obvešča zainteresirano javnost o spremembah. Pri Moody's in S&P sem izpostavil, kolikšne so bile spremembe skozi opazovano obdobje, izražene v padcu ali porastu vrednosti bonitetnih ocen deželnega tveganja, zato bom zaradi slikovitosti vključil še ugotovitve, ki se nanašajo na tabelo o merjenju t. i. stabilnosti bonitetne ocene deželnega tveganja (glej Prilogo 2, Tabela 3). S stabilnostjo mislimo, kolikšna je verjetnost, da bo bonitetna ocena deželnega tveganja ostala v svojem razredu, in kolikšna, da bo padla ali zrasla njena vrednost. Podatki v tabeli so zbrani za obdobje od leta 1995 do 2010, iz njih je razvidno, da za primer bonitetne ocene razreda BBB obstaja verjetnost 88,71 %, da bo ostala takšna, 6,99 %, da se bo dvignila v razred A, ter 3,76 % verjetnost, da bo padla v razred BB, in 0,54-odstotna verjetnost, da bo zdrsnila še globlje v razred B. Lahko je opaziti, da bonitetne ocene deželnega tveganja ostanejo v svojem razredu z verjetnostjo od 98,52 odstotka do 85,02 odstotka glede na razred, v katerem se nahajajo.

### 1.3 Definicija bonitetne ocene deželnega tveganja

V slovenskem jeziku ni mogoče zaslediti dobesednega prevoda za izraz "sovereign risk rating", najbližji pomen lahko najdemo pri izrazih bonitetna ocena države ali bonitetna ocena deželnega tveganja, ki pa tudi ni najbolj primeren izraz glede na to, da "sovereign risk rating" odraža suvereno tveganje, vendar bom kljub vsemu skozi diplomsko delo uporabljal izraz bonitetna ocena deželnega tveganja, ker v grobem zajema bistvo. Bonitetna ocena deželnega tveganja (angl. *sovereign risk rating*) je odraz suverenega tveganja (angl. *sovereign risk*), ki je tesno povezan z deželnim tveganjem (angl. *country risk*). Včasih se v literaturi obe vrsti tveganja (deželno in suvereno tveganje) enačita, kar pa po mnenju Ribnikarja (1998) ni povsem ustrezno.

Suvereno tveganje je ožji pojem od deželnega tveganja in predstavlja možnost, da država kot posojilojemalec ne zmore ali ne želi izpolnjevati zunanjih obveznosti zaradi razlogov, ki niso

---

<sup>3</sup> Kratica se nanaša na nacionalno priznane bonitetne agencije, ki so priznane s strani ameriškega regulatorja SEC.

povezani s tveganji, a vendar nastajajo pri zadolževanju ali posojanju. Praviloma se suvereno tveganje nanaša na tveganje, da bo država kot dolžnica prenehala servisirati svoj dolg do bank, zato mora biti država ali katera od njenih agencij dolžnik ali garant za dolgove zasebnih oseb, da bi lahko govorili o suverenem tveganju. Posledično predstavlja posebno vrsto tveganja, ki so mu izpostavljene banke. Bistvo suverenega tveganja se kaže v tem, da ima suvereni dolžnik imuniteto pred sodnim preganjanjem zaradi neizpolnjevanja obveznosti kot dolžnik, zato so lahko celo posojila državi tvegana, vendar je malo verjetno, da bi država prenehala servisirati svoje zunanje dolgove. Bankrot države kot dolžnika ima poleg ekonomske cene tudi izjemne politične posledice, zato država ne bo bankrotirala samo iz razloga, da bi se morda izognila vračilu dolga in plačila obresti. Po mednarodnem pravu so tuje države oziroma vlade suverene in jih ni mogoče tožiti brez njihovega soglasja, vendar države ne bodo izkoristile imunitete pred dolžniki zaradi omenjenih razlogov (Ribnikar, 1998, str. 44–46).

Bonitetna ocena deželnega tveganja je odraz suverenega tveganja in se nanaša samo na sposobnost in voljnost države oz. njenih vladajočih oblasti, da poravna svoje obveznosti do privatnih oseb (Standard & Poor's, 2011, 30. junij). Sposobnost se kaže kot tveganje nesposobnosti plačil (ekonomsko tveganje), ki zajema predvsem makroekonomsko sliko države, medtem ko se voljnost kaže v tveganju nepripravljenosti plačil (politično tveganje), ker obstaja verjetnost, da bo v državi prišlo do vladnih ukrepov ali političnih sprememb, ki lahko negativno vplivajo na izpolnjevanje zunanjih obveznosti države.

Sposobnost in voljnost države, da poravna svoje obveznosti do privatnih oseb, sta med seboj zapleteni in prepleteni. Sposobnost države je odvisna od ustvarjanja bodočih rezerv za plačilo obveznosti, ki si jih lahko priskrbi preko povišanih davkov ali z zmanjševanjem postavk v proračunu, kar zahteva politični razmislek. Na drugi strani se voljnost države meri v sprejemanju težkih političnih odločitev z namenom poravnave obveznosti, ki je zopet odvisna od razpoložljivih sredstev ali sposobnosti zbiranja sredstev (Salmon, 2011).

Obstaja še bistvena razlika med bonitetno oceno deželnega tveganja, ki ocenjuje obveznosti denominirane v domači valuti, in tisto, ki ocenjuje v tuji valuti. Servisiranje obveznosti, denominiranih v domači valuti, za državo predstavlja lažjo oviro, ker poseduje sposobnost obdavčevanja in ima dostop do novih sredstev preko monetarno finančnega sistema. Na drugi strani obveznosti, denominirane v tuji valuti, predstavljajo težjo oviro za servisiranje dolga, ker je država prisiljena, da se obrne na valutne trge po zaščito za mednarodno menjavo.

#### ***1.4 Informacijska vrednost bonitetne ocene deželnega tveganja***

Bonitetna ocena predstavlja močno analitično finančno orodje, ker zagotavlja, da finančni tokovi kateregakoli gospodarstva niso omejeni le na banke. Njena informacijska vrednost je v tem, da služi kot mediator zaupanja med vlagatelji in dolžniki. To je zelo pomemben dosežek v konceptu financ, ki se ukvarja predvsem z negotovostjo. Podobno razmišljajo tudi Canuto et al. (2004, str. 4), kjer analizirajo odnos med vlagatelji in dolžniki, in ugotavljajo, da je po svoji naravi naključen in neoseben.

Države iščejo bonitetne ocene, da si olajšajo dostop do mednarodnih kapitalskih trgov, ker obstaja splošno mišljenje, da večina vlagateljev (predvsem t. i. ameriškega tipa) preferira ovrednoten finančni instrument pred neovrednotenim. Empirično gledano se države zatekajo k financiranju proračunskega primanjkljaja z izdajo obveznic denominiranih v tuji valuti, ker, enostavno povedano, bolje kotirajo, kot če bi bile ponujene v domači valuti. Povpraševanje mednarodnih vlagateljev po obveznicah se, gledano skozi zgodovino, povečuje, kar sta v svojem razmišljanju ugotovila Cantor in Pecker (1996, str. 38), in se kaže v povečanem povpraševanju mednarodnih vlagateljev po obveznicah, denominiranih v domači valuti.

Največje izdaje vrednostnih papirjev pripadajo državam, od tod je tudi razumljiv strokovni poudarek na zanesljivosti instrumenta bonitetne ocene, še bolj pomembno je spoznanje, da bonitetna ocena deželnega tveganja determinira in vpliva na bonitetne ocene vseh ostalih dolžniških instrumentov, ki so bili izdani znotraj države ali skupnega monetarnega območja<sup>4</sup>. Spoznanje utemeljujeta tudi Cantor in Pecker (1995, str. 2) z zaključkom v svoji študiji, da bonitetne agencije ne pripisujejo bonitetnih ocen privatnemu ali javnemu sektorju, ki so višje od bonitetne ocene deželnega tveganja.

Nedavna finančna kriza v ZDA je postavila pod vprašaj zanesljivost takšnega instrumenta, vendar kljub velikim težavam, ki so inherentne v samem delovanju bonitetnih agencij, ostaja dejstvo, da služijo svojemu namenu. Mednarodni denarni sklad (MDS) je v svojem poročilu o globalni finančni stabilnosti stopil v bran bonitetnim agencijam s pojasnilom, da bonitetne ocene odsevajo združevanje in ocenjevanje podatkov o kreditni kakovosti dolžnikov, vključno z državami, korporacijami, finančnimi institucijami in njihovimi obveznostmi (MDS, 2010). Takšen pristop k zmanjševanju asimetrije informacij po mnenju MDS omogoča dolžnikom dostop do globalnih in domačih finančnih trgov na eni strani, na drugi strani pa privlači mednarodna investicijska sredstva, ki posledično prinašajo likvidnost trgov, ki bi bili drugače nelikvidni.

Bistvenost instrumenta bonitetne ocene se po mnenju Afonsa et al. (2007, str. 7) lahko povzame v treh ključnih točkah. (1) Bonitetna ocena deželnega tveganja definira obrestno mero zadolževanja za državo na mednarodnem trgu kapitala. (2) Bonitetna ocena deželnega tveganja predstavlja zgornjo omejitev vsem ostalim bonitetnim ocenam in zavira rast bonitetnih ocen, ki se jih pripisuje bankam ali podjetjem. (3) Vlagatelji institucionalnega tipa so običajno omejeni s statutom pri investiranju, ker lahko izberejo le takšen portfelj, ki odseva v statutu predpisano prevzemanje tveganja<sup>5</sup>; zato so primerne bonitetne ocene, da omogočajo tehtanje in primerjavo.

---

<sup>4</sup> Primer grške dolžniške krize javnih financ je odličen sodobni primer, ki kaže, kako lahko padec bonitetne ocene ene države vpliva na stabilnost gospodarstva vseh ostalih, ki spadajo pod evropsko monetarno unijo.

<sup>5</sup> Evropska centralna banka pri izvajanju operacij odprtega trga (angl. *open market operations*) lahko uporabi za zavarovanje le vrednostne papirje, ki so ovrednoteni z bonitetno oceno (vsaj) "A" s strani ene od treh bonitetnih agencij.

### **1.4.1 Bonitetna ocena deželnega tveganja kot zgornja omejitev**

Informacijska vrednost opredeljuje namen in bistvo uporabnosti bonitetne ocene deželnega tveganja, vendar obstaja še posredna značilnost samega instrumenta, ki je vredna omembe in zapisa. Značilnost je v angleškem jeziku poimenovana kot "sovereign ceiling", vendar v slovenskem strokovnem žargonu nimamo ustreznega prevoda, zato jo bom povezal z zgornjo omejitvijo, ker najbolje izraža bistvo značilnosti.

Zgornjo omejitev določajo vse tri bonitetne agencije za vsako od ovrednotenih držav. Zgornja omejitev zajema tveganje, da bi država vsilila omejitev na račun konverzije domače v tujo v tujo valuto, in zaustavila pretok kapitala, ki je namenjen poravnavi obveznosti. Predvsem se meri tveganje prepovedi plačil v tujino, kjer gre za državni ukrep deviznih omejitev pri poslovanju s tujino in obenem za tveganje prepovedi konverzije domače valute v tujo konvertabilno valuto. Zgornja omejitev ni namenjena določenemu dolžniškemu instrumentu, ampak služi kot orientacija za vse izdajatelje, ki delujejo znotraj ovrednotene države, kakšen domet lahko pričakujejo v smislu kakovosti bonitetne ocene. Z vidika mednarodnega zadolževanja je zgornja omejitev še toliko bolj pomembna tako z vidika teorije kot prakse (Fitch Ratings, 2012).

Ustaljena praksa v finančnem svetu veleva, da bonitetna ocena deželnega tveganja predstavlja zgornjo omejitev za vse ostale bonitetne ocene različnih tipov dolžniških instrumentov, vendar obstaja tudi možnost, da določeni izdajatelji presežejo zgornjo omejitev, če bonitetne agencije zaključijo, da so manj občutljivi na transferno tveganje, kar je v empiriki redkost (Canuto et al., 2004, str. 11).

### **1.5 Taksonomija bonitetnih ocen**

Bonitetna ocena deželnega tveganja, kot ostale vrste bonitetnih ocen, spada v rangirni sistem, ki je namenjen klasificiranju tveganj in omogoča kakovostno primerjavo.

Vsaka od bonitetnih agencij ima svoj način razvrščanja bonitetnih ocen v rangirni sistem, zato je vrednostna primerjava otežena, v splošnem pa lahko zapišem, da bonitetne ocene padejo v variacije razredov A, B, C ali D in so razdeljene glede na ročnost. Na lestvici za dolgoročne obveznosti S&P in Fitch je najvišja možna ocena "AAA" in najnižja "D". Moody's na drugi strani podeljuje najvišji oceni oznako "Aaa" in najnižji oznako "C" (glej Prilogo 3). Nižja bonitetna ocena daje signal za večjo verjetnost neplačila obveznosti, in obratno. Ločnica med t. i. investicijskim razredom in t. i. špekulativnim razredom po sistemu S&P in Fitch je ocena "BBB" oziroma "Baa3" po sistemu Moody's in še spada v investicijski razred. Vse bonitetne ocene, ki so od ločnice višje, spadajo v investicijski razred, ki zajema področje najvišje kakovosti oz. najmanjše tveganje neplačila do področja primernih kapacitet za plačilo. Pod ločnico se nahajajo področja špekulativnega razreda, kjer je verjetnost neplačila večja. Za vrednotenje kratkoročnih obveznosti je sistem bolj poenostavljen. Investicijski razred se pri S&P odraža v variacijah oznake "A" (A-1+ kot najvišja možna ocena do A-3), pri Moody's v variacijah oznake "P" (P-1

kot najvišja do P-3) ter pri Fitch v variacijah oznake "F" (F1+ kot najvišja do F3). Špekulativni razred se pri S&P nadaljuje z oznakama "B" in "C", pri Moody's pa je celoten špekulativni razred enačen kot "neprvorazreden", ter pri Fitch enako kot pri S&P, z oznakama "B" in "C". Države, ki so zajete znotraj posameznih bonitetnih razredov, S&P in Fitch, razlikujejo s pomočjo aritmetičnih simbolov (+ in -), Moody's pa s pomočjo števil (1, 2 in 3), v smiselnem logičnem zaporedju.

Poleg bonitetnih ocen so izjemno pomembni tudi t. i. *izgledi*, s katerimi bonitetne agencije predčasno opozarjajo obe strani (vlagatelje in dolžnike) o morebitnih spremembah kreditnega tveganja in navajajo argumente za takšne odločitve. V angleški literaturi se sinonim najde pod pojmi "Outlook" (uporabljajo S&P, Fitch in Moody's), "Creditwatch" (uporabljata S&P in Fitch) in "Watchlist" (uporablja Moody's). Treba je poudariti, da izgledi nakazujejo le smer morebitne spremembe bonitetne ocene deželnega tveganja (višanje ali nižanje) v prihodnosti, in ne spreminjajo dejanske bonitetne ocene deželnega tveganja v času objave informacije. Vloga izgledov se je izkazala kot zelo pomembna, ker sproži signal, ki omogoča pravočasno spremembo negativnih trendov v primeru negativnega izgleda ali boljše pogoje zadolževanja v primeru pozitivnega izgleda.

## ***1.6 Metodologija bonitetne ocene deželnega tveganja***

Metodologija bonitetnih agencij je pomembna tema, ker predstavlja osnovo za podeljevanje bonitetnih ocen deželnega tveganja in zaobjema bistvene dejavnike, na katere mora biti pozorna država kot izdajatelj dolžniških vrednostnih papirjev. Treba je zapisati, da se je pri bonitetni agenciji S&P bistveno spremenil obseg razkritih informacij o metodologiji bonitetnih ocen deželnega tveganja po finančni krizi, natančneje leta 2011 po krizi evroobmočja. V preteklosti je bil viden le seznam politično ekonomskih dejavnikov, brez konkretnega prikaza, kako poteka proces podelitve bonitetne ocene. Lahko smo videli le seznam obravnavanih ekonomskih in političnih kazalcev, brez ponazoritve vpliva posameznih kazalcev na vrednost bonitetne ocene oz. brez pripisovanja uteži posameznim kazalcem za določitev končne bonitetne ocene.

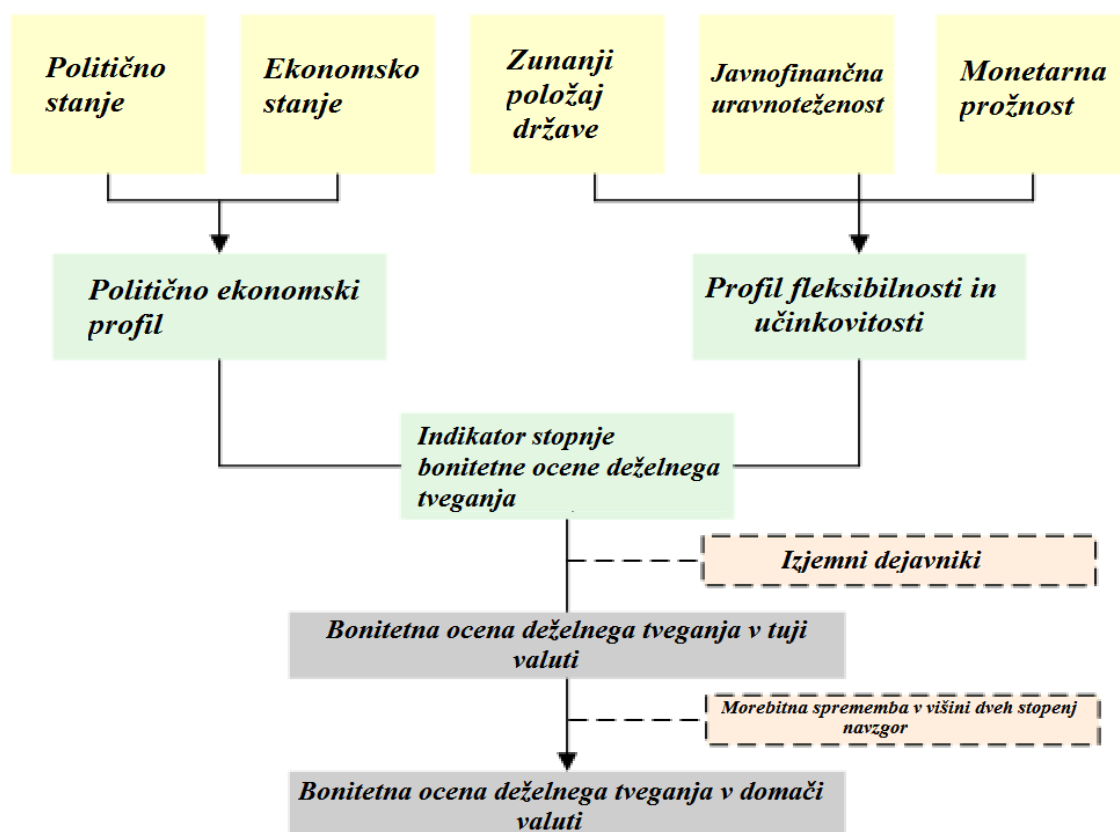
V najnovejši izdaji lahko vidimo shematski prikaz procesa podelitve bonitetne ocene na osnovi 5 kriterijev (glej Sliko 2): politično stanje, ekonomsko stanje, zunanji položaj države, javnofinančna uravnoteženost in monetarna prožnost. Politično stanje zajema predvsem politične institucije in trende v državi, ki odražajo njihov vpliv na učinkovitost in preglednost političnega okolja. Pomembna sta tudi javna varnost države kot tudi geopolitični položaj države. Ekonomsko stanje zajema predvsem ekonomsko strukturo in obete gospodarske rasti. Zunanji položaj države odraža zunanjo likvidnost in trende obveznosti javnega in zasebnega sektorja do nerezidentov. Javnofinančna uravnoteženost se nanaša na fleksibilnost javnofinančnih prihodkov in pritiske pri odhodkih, zato se ocenjuje težavnost javnofinančnega primanjkljaja in velikost javnega dolga, ter potencialne obveznosti, ki sta jih povzročila javni in zasebni sektor. Zadnji kriterij je monetarna prožnost. Vsakemu kriteriju se določijo točke na osnovi točkovnega sistema<sup>6</sup> in skupaj se

---

<sup>6</sup> Točkovni sistem je razdeljen na ocene 1 do 6. 1 predstavlja najboljšo oceno in 6 najslabšo oceno.

formulira indikator stopnje bonitetne ocene deželnega tveganja, skozi rezultat politično ekonomskega profila in profila fleksibilnosti in učinkovitosti države. Politično ekonomski profil je sestavljen iz političnega stanja in ekonomskega stanja, medtem ko profil fleksibilnosti in učinkovitosti države sestavljajo zunanji položaj države, javnofinančna uravnoteženost ter monetarna prožnost. Indikator stopnje bonitetne ocene deželnega tveganja je potem primerjan z morebitnimi izjemnimi dejavniki, da bi dobili bonitetno oceno deželnega tveganja za obveznosti v tuji valuti. Proces se nadaljuje naprej za bonitetne ocene deželnega tveganja za obveznosti v domači valuti, kjer se lahko bonitetna ocena povzpne za največ dve stopnji, predvsem zaradi razlogov iz poglavja 1.3.

Slika 2: Prikaz procesa podelitve bonitetne ocene deželnega tveganja S&P na osnovi 5 kriterijev



Vir: Standard&Poor's, *Sovereign Government Rating Methodology and Assumptions*, 2011, str. 4.

Sodobna metodologija S&P je nastala na osnovi prejšnjih, ki so se ob različnih gospodarskih krizah izkazale kot zastarele ali neprimerne. Trditev potrjuje Bhatia (2002, str. 50) v svojem proučevanju, ko je analiziral razvoj metodologije S&P in ugotovil, da je azijska kriza iz leta 1997 vplivala na metodologijo iz leta 2002. Podobno se je zgodilo tudi po finančni krizi v ZDA leta 2008, ko so pri S&P še bolj poglobili posamezne postavke metodologije in nekatere zavrgli kot zastarele. Pri preučevanju preteklih metodologij na primeru bonitetne agencije S&P sem opazil, da se metodologije posodablajo po krizah, kar kaže na pomanjkanje mehanizma za

ugotovitev neprimernosti metodologije pred nastankom kriz, za katere so bonitetne agencije mnogokrat okrivljene prav zaradi strmih padcev bonitetnih ocen.

Napredek v metodologiji je viden zlasti pri kriteriju političnega stanja, ki ocenjuje politično tveganje dane države. V preteklosti je bila postavka političnega tveganja nejasna in se ni veliko spreminjala glede na ostale postavke. V najnovejši izdaji lahko vidimo ocenjevanje političnega tveganja preko točkovnega sistema in jasnega sklopa pričakovanj za najboljšo oceno političnega stanja. To je pomembno, ker kaže na dodatno lastnost bonitetne ocene, da ni le finančno analitični instrument, ampak tudi političen instrument do neke omejene mere, ker pritiska na politične oblasti, da se vedejo v določenem vzorcu in spoštujejo mednarodno ustaljene norme.

Politično tveganje je torej tisti kvalitativni dejavnik, ki razlikuje države med seboj in od ostalih vrst izdajateljev. Delno zaradi upnikov, ki imajo omejeno kompenzacijo, kadar države prenehajo s financiranjem svojih obveznosti – države lahko odstopijo od svojih obveznosti, čeprav bi jih lahko financirale v zastavljenem časovnem roku. Voljnost povrnitve dolga je zato sestavljena iz širokega nabora ekonomskih in političnih dejavnikov, ki usmerjajo državne ukrepe, ti pa kažejo nazaj na voljnost (Standard&Poor's, 2006).

## **2. Ugotavljanje odstopanja vrednosti bonitetne ocene**

Merjenje odstopanja vrednosti bonitetne ocene je oteženo, ker v literaturi manjkajo orodja, ki bi nam lahko v danem trenutku brez dvoma pokazala resnično stanje izdajatelja vrednostnih papirjev, s katerim bi primerjali vrednost bonitetne ocene, zato je lahko kriterij stabilnosti bonitetnih ocen skozi čas primeren substitut manjkajočemu orodju (Bhatia, 2002). Osnovni problem merjenja odstopanja vrednosti bonitetne ocene skozi čas na osnovi kriterija stabilnosti bonitetnih ocen pa je, da je lahko izvedljivo le *ex post* in ne *ex ante*. Za popravljeno bonitetno oceno, ki je utrpela nenadno sunkovito znižanje, lahko, gledano za nazaj, trdimo, da je odstopala od svoje resnične vrednosti v obdobju pred sunkovitim znižanjem, zato lahko predpostavimo, da je bila v določenem obdobju napihnjena.

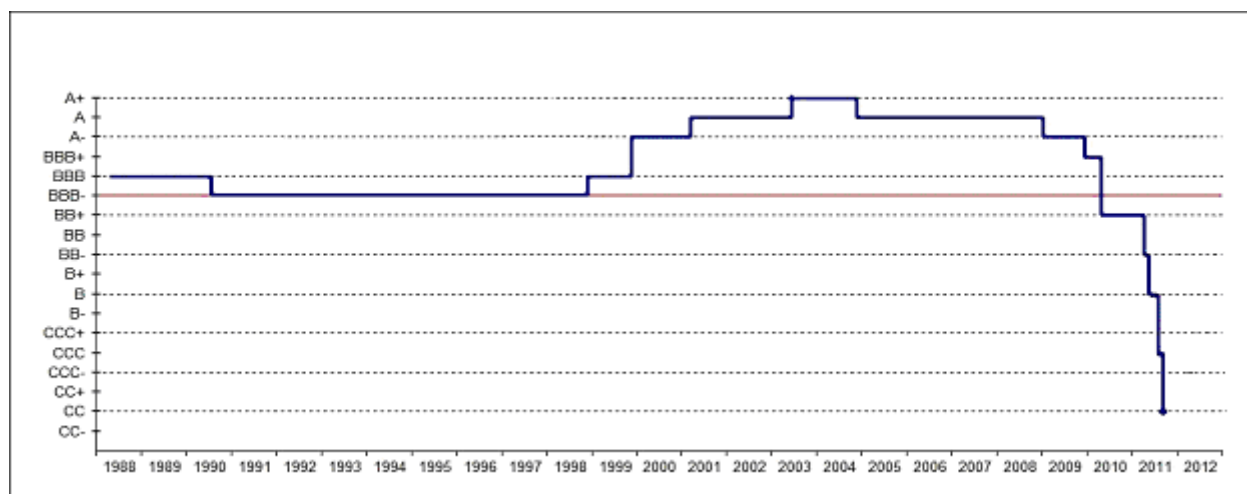
V principu je zaželeno, da bi bile spremembe bonitetne ocene postopne skozi daljše časovno obdobje, ker v takšnem primeru tržni udeleženci lahko bolje prilagodijo svoje odločitve tržnim razmeram, kar v končni fazi pomeni, da so bonitetne ocene izolirane od učinkov gospodarskega cikla. Nezaželeno je, da so spremembe bonitetnih ocen nenadne in sunkovite v krajšem časovnem obdobju, ker se posledično lahko ustvarita negotovost in preplah med tržnimi udeleženci, kar lahko v skrajnem primeru vodi do splošnega nezaupanja v finančni sistem. Kriterij za določitev napihnjene bonitetne ocene *ex post* je za namene proučevanja odstopanja vrednosti bonitetne ocene v skladu z nezaželenim scenarijem, kar pomeni, da če bonitetna ocena znotraj enega leta pade za en razred (tri stopnje), lahko trdimo, da je bila v določenem obdobju v preteklosti napihnjena. Za proučevanje primera napihnjene bonitetne ocene sem si izbral primer dolžniške krize javnih financ Grčije ter bonitetno oceno Grčije od S&P.



## 2.1 Primer dolžniške krize javnih financ Grčije

V zadnjih dvajsetih letih je Grčija nosila bonitetno oceno investicijskega razreda, vse do nastanka krize (suverenosti) evroobmočja leta 2010, kar pomeni da se je suvereno tveganje grških dolžniških vrednostnih papirjev vrtelo od področja najvišje kakovosti do primernih kapacitet za plačilo (po klasifikaciji bonitetne agencije S&P), kar je razvidno iz Slike 3 (Standard&Poor's, 2011, 3. junij). S&P je pričela z nižanjem bonitetne ocene Grčije na začetku leta 2009, ko je bilo očitno, da je svetovna finančna in gospodarska kriza zajela tudi Grčijo, kateri je bonitetna ocena padla za eno stopnjo na "A-". Konec leta je padla še za eno stopnjo na "BB+", ker je obstajala verjetnost, da bi lahko Evropska centralna banka (ECB) prenehala kupovati dolžniške vrednostne papirje držav članic, kar bi pomenilo težave z refinanciranjem obveznosti v prihodnosti. Naslednje znižanje je dokumentirano 27. aprila 2010, za 3 stopnje na "BB+", kar pomeni, da je bonitetna ocena padla v špekulativni razred. Razlog za sunkovito znižanje je bila negotovost o finančni pomoči ostalih članic. V letu 2011 se je potrdila pretekla neustrezna ocenitev suverenega tveganja, ko je bonitetna ocena Grčije padla za 10 stopenj na "CC", ki je obravnavano kot izjemno nestabilno in visoko špekulativno področje za vlaganje. Sunkovit padec v letu 2010 in 2011 ustreza postavljenemu kriteriju za proučevanje ozadja napihnjene bonitetne ocene, zato bom v nadaljevanju skušal ugotoviti, v katerem obdobju je odstopala od svoje resnične vrednosti.

Slika 3: Gibanje bonitetne ocene S&P za Grčijo od leta 1988–2011



Vir: Standard&Poor's, *Sovereign Rating and Country T&C Assessment Histories*, 2011.

Opomba: rdeča črta predstavlja ločnico med investicijskim in špekulativnim razredom

Grčija je od vstopa v evroobmočje do finančne krize leta 2008 beležila pozitivno gospodarsko rast, ki je svoj zadnji vrh dosegla leta 2006 (5,5 %). Trend se je ravno v tem letu obrnil navzdol in dosegel dno v letu 2011 pri krčenju gospodarske aktivnosti v višini 6,9 % BDP (glej Prilogo 4, Slika 3). Negativnemu trendu zmanjševanja gospodarske aktivnosti je sledil naraščajoč javnofinančni primanjkljaj, katerega državni odhodki so začeli resneje preseirati državne prihodke po vrhu gospodarske rasti leta 2006 (glej Prilogo 4, Slika 4). Naraščajočim državnim odhodkom v daljšem obdobju, ki so predvsem posledica zviševanja plač javnemu sektorju, zviševanja pokojnin in socialnih transferjev oz. splošne politike trošenja, je sledilo zmanjšanje

državnih prihodkov zaradi krčenja gospodarske aktivnosti. Kombinacija visoke bonitetne ocene in prestiža evroobmočja je Grčiji omogočila zadolževanje na mednarodnih kapitalskih trgih po ugodnih obrestnih merah. Namen je bil predvsem financiranje javnofinančnega primanjkljaja, kar so v danem obdobju tudi izkoristili. Posledica takšne politike je naraščajoč javni dolg, ki je v precejšni meri v rokah zunanjih upnikov. Strategija zunanjega zadolževanja z namenom financiranja javnofinančnega primanjkljaja se je izkazala za zelo nevarno, ker plačilo obresti odhaja k nerezidentom in ob krčenju gospodarske aktivnosti to tudi pomeni realno izgubo premoženja.

Kot polnopravna članica evroobmočja je Grčija podpisala pakt stabilnosti in rasti<sup>7</sup>, ki narekuje, da javni dolg ne sme presegati 60 % BDP, in javnofinančni primanjkljaj mora biti pod mejo 3% BDP. V nasprotju s paktom je za Grčijo značilen naraščajoč javnofinančni primanjkljaj od vstopa v evroobmočje, ki je dosegel najvišjo stopnjo leta 2009 v višini 15,6 % BDP (glej Prilogo 4, Slika 5) ob naraščajočem javnem dolgu, ki je leta 2010 presegel mejo 145 % BDP (glej Prilogo 4, Slika 6). Treba je dodati, da so bile številke pri vstopu Grčije v evroobmočje bistveno nižje, vendar je revizija Eurostata pokazala, da sta javnofinančni primanjkljaj in stopnja javnega dolga bistveno višja, kot sta bila ob vstopu v evroobmočje (glej Prilogo 4, Tabela 5).

Naraščajoči javnofinančni primanjkljaj pričakovano spremlja naraščajoči primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance, ki je v letu 2008 dosegel 14,6 % BDP (glej Prilogo 4, Slika 7). Primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance se je povečeval skozi leta, rezultat je uvoz kapitala za Grčijo, ker je to edini način financiranja presežka uvoza nad izvozom. Postopoma se je konkurenčnost grškega gospodarstva zmanjšala, ker bi se v nasprotnem primeru izvoz lahko izenačil z uvozom, primanjkljaja na tekočem računu plačilne bilance ne bi bilo in posledično ne bi bilo potrebe za uvoz kapitala. Primerjava med obema primanjkljajema kaže določeno povezavo, kjer primanjkljaj tekočega računa od leta 2004 strmo raste in javnofinančni primanjkljaj mu z naraščanjem sledi leto kasneje. Javnofinančni primanjkljaj le odloži davke na kasnejši čas (Bernheim 1988, str. 4), zato smo ob naraščajočem primanjkljaju tekočega dela plačilne bilance lahko pričakovali težave že pred prvim padcem bonitetne ocene leta 2009 (glej Prilogo 4, Slika 5 in Slika 7), ker smo vedeli, da konkurenčnost grškega gospodarstva ne bo zmanjšala presežka uvoza nad izvozom in Grčija bo posledično prisiljena financirati presežek uvoza na tekočem delu z uvozom kapitala, kar pomeni dodatno zadolževanje.

Transakcije v okviru kapitalsko-finančnega računa plačilne bilance se nanašajo na prilive in odlive kapitala v državo in iz nje (Mrak, 2002) ter nam omogočajo razlago primanjkljaja tekočega računa. Priliv neposrednih tujih naložb je v letih 2006 in 2008 zabeležen pri 4,2 in 3 milijardah evrov ter je odliv neposredne domače naložbe v tujino prav tako visok, 2,9 milijarde in 2,6 milijarde v letih 2006 in 2007 (glej Prilogo 4, Tabela 6). Bolj presenetljiv je delež finančnega posredništva pri neposrednih naložbah. Delež finančnega posredništva pri neposrednih tujih naložbah je v letu 2006 znašal 62,4 odstotka – 2,6 od 4,2 milijarde evrov. Še bolj izrazita je vloga finančnega posredništva pri neposrednih domačih naložbah v tujino, ki so v letu 2006 znašale

---

<sup>7</sup> Namenjen je varovanju uravnoteženih javnih financ, ki so pomembne za primerno delovanje ekonomske in monetarne unije evroobmočja.

skoraj 3 milijarde evrov, kar znaša 91,8 % celotnega odliva neposrednih domačih naložb v tujino. V letu 2007 je prav tako zabeležen velik delež finančnega posredništva pri odlivih neposrednih domačih naložb v tujino v višini 2,6 milijarde oz. 69,3 % skupno. V letu 2010 se je zaradi strmega padca bonitetne ocene za štiri stopnje ("BB+") priliv kapitala iz tujine drastično zmanjšal, saj so prilivi neposrednih tujih naložb znašali 281 milijonov evrov in odlivi neposrednih domačih naložb v tujino so znašali 738 milijonov evrov. Strm padec bonitetne ocene je vplival na zmanjšanje obsega prilivov in odlivov kapitala iz naslova neposrednih naložb. Visoka gospodarska rast v letu 2006 (5,5 odstotka) je lahko v veliki meri pripisana deležu finančnega posredništva pri neposrednih naložbah, enako kot v letu hipotekarne krize v ZDA leta 2007.

Odstopanje bonitetne ocene Grčije je vidno od decembra 2009 do aprila 2010, kjer je zabeležen sunkovit padec za 3 stopnje, in v letu 2011, kjer je padec še večji v višini desetih stopenj (glej Sliko 3), kar ustreza postavljenemu kriteriju za merjenje odstopanja vrednosti bonitetne ocene. Bonitetna agencija S&P je v konkretnem primeru pričela z nižanjem bonitetne ocene Grčije šele januarja 2009, medtem ko so podcenjevali učinke hipotekarne krize drugorazrednih nepremičninskih posojil iz leta 2007. Izkazalo se je, da se je medbančni trg popolnoma zaustavil zaradi negotovosti o ostalih drugorazrednih terjatvah, ki jih imajo banke v svojih bilancah, zato je bilo nujno, da centralne banke medbančnemu trgu priskrbijo dodatno likvidnost in države povečajo garancije za depozite v bankah in medbančne naložbe (Rant, 2008). Povečanje garancij pomeni tudi povečanje potencialnih obveznosti v prihodnosti, kar v primeru grške dolžniške krize pomeni vzpon suverenega tveganja že pred prvim znižanjem.

Bonitetne agencije so bile kritizirane zaradi negativne vloge v finančni krizi in nenadnih sunkovitih znižanj bonitetnih ocen strukturiranim finančnim instrumentom, vendar v danem trenutku niso razumele celovite spremembe, ki jo vnašajo na finančne trge, zlasti na medbančni trg. V danem trenutku leta 2007 niso bile pozorne na vprašanje, kakšne implikacije lahko nosi krč medbančnega trga na suvereno tveganje, v primeru, da oskrbovanje dodatne likvidnosti s strani centralnih bank ne bo dovolj in bo potrebno dodatno povečanje garancij za depozite in medbančne naložbe s strani držav. Vzporedno je potekal še proces razdolževanja (angl. *unwinding of credit*) oz. zmanjševanje finančnega vzvoda (angl. *deleveraging*), v katerem so se institucionalni vlagatelji zaradi manjše želje po tveganju umikali iz naložb v strukturirane finančne produkte (Rant, 2008). Prepozno so upoštevale dejstvo iz leta 2008, da so praktično vse OECD države povečale potrebe po zadolževanju zaradi reševanja bančnega sistema, ki je posledično povzročil pritisk na bodoče izdaje in konkurenco med izdajatelji (Blommestein, b.l.).

V tabeli 2 so prikazani izbrani ekonomski kazalci za Grčijo v letih 2007 in 2008, ki kažejo na odvisnost od zunanjega kapitala. Grčija je v letu 2007 beležila javnofinančni primanjkljaj v višini 6,5 odstotka BDP in primanjkljaj tekočega računa v višini 14,3 odstotka BDP. Z veliko gotovostjo so lahko predvidevali, da ne bodo zabeležili gospodarske rasti v letu 2008, kar pomeni, da ni novih virov za poplačilo dolga in da bodo prisiljeni refinancirati dolgove na mednarodnih kapitalskih trgih. Kombinacija visoke bonitetne ocene "A" v letu 2007 in članstva v evroobmočju jim je vsekakor omogočila nadaljevanje negativnih trendov iz preteklosti, kar je

jedro problema napihnjene bonitetne ocene. Javni dolg je zabeležen pri 107 odstotkih BDP, od tega je neto zunanji dolg znašal 75,2 % BDP, pri negativni neto poziciji do tujine v višini 68,8 % BDP. Za plačilo obresti so porabili 22,74 % pobranih davkov in kar 11,75 % javnofinančnih prihodkov, kar pomeni pritisk na javne finance v naslednjem letu. Bonitetne agencije bi morale razumeti negativne trende, ki jih izkazujejo kazalci za Grčijo v letu 2007 in v preteklosti, ter določiti jasno mejo v naslednjem letu glede na zaostrene svetovne razmere in splošno nenaklonjenost vlagateljev tveganju. V primeru, da v Grčiji ne sprejmejo ukrepov za znižanje javnofinančnih odhodkov, bo zelo verjetno glede na preteklo keynesiansko ekonomsko politiko morala refinancirati dolg z dodatnim zunanjim zadolževanjem, kar je lahko osnova za znižanje bonitetne ocene v naslednjem letu. Predvsem z uporabo izgledov, ki so jih v primeru Grčije zanemarili - zadnja uporaba pri S&P je leta 2005, stabilno (glej prilogo 4, Tabela 7) – bi lahko tržnim udeležencem podale jasen signal o zaostrenih bodočih razmerah, z negativnim izgledom za tiste izdajatelje, ki podobno kot Grčija izkazujejo negativne trende.

*Tabela 2: Izbrani ekonomski kazalci za Grčijo v letih 2007 in 2008*

	<b>Leto 2007</b>	<b>Leto 2008</b>
Bonitetna ocena	A (stabilno)	A (stabilno)
Javnofinančni primanjkljaj v % BDP	6,5	9,8
Primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance v % BDP	14,3	14,8
Javni dolg v % BDP	107,4	113,0
Neto zunanji dolg v % BDP	75,2	75,9
Neto finančna pozicija do tujine v % BDP	-68,8	-88,9
Delež obresti v pobranih davkih v %	22,74	24,71
Delež obresti v javnofin. prihodkih v %	11,75	12,59
Gospodarska rast za naslednje leto (t+1) v %	0	-3,3

*Vir: Eurostat, Government Finance Statistics, 2007; Eurostat, Government Finance Statistics, 2008.*

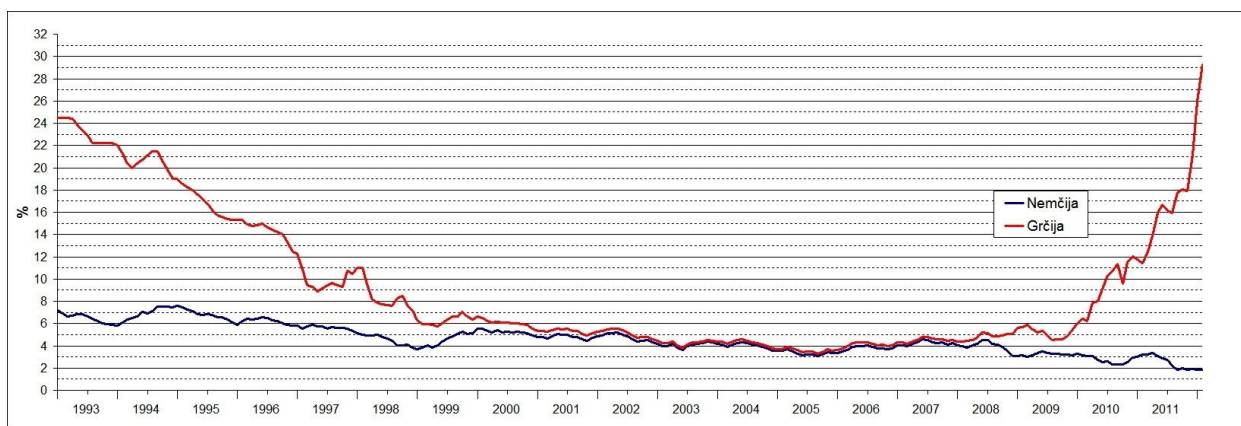
V letu 2008 je Grčija zabeležila še višji javnofinančni primanjkljaj v višini 9,8 % BDP, s primanjkljajem tekočega računa v višini 14,8 % BDP, ob povečanem javnem dolgu 113 % BDP. Neto zunanji dolg je ostal skoraj enak v višini 75,9 %, medtem ko se je povečala negativna neto pozicija do tujine v višini 88,9 % BDP, kar pomeni, da so se obveznosti do tujine povečale za več kot 20 odstotnih točk. V letu 2008 so porabili 24,71 % pobranih davkov za plačilo obresti, kar znaša 12,59 % javnofinančnih prihodkov in ob pričakovanem krčenju gospodarstva v višini 3,3 % v naslednjem letu to pomeni, da se je manevrski prostor za zmanjšanje dolga še dodatno zmanjšal. Vsi izbrani kazalci so se v letu 2008 poslabšali, kar pomeni, da bi se lahko že v tem letu znižala bonitetna ocena Grčije, če bi upoštevali učinke svetovne finančne krize in temu primerno popravili izglede v letu 2007. Finančna kriza je septembra 2008 terjala propad sistemsko pomembne banke Lehman Brothers in izkazalo se je, da bodo države OECD morale povečati garancije (Blommestein, b.l.). Med njimi je bila seveda tudi Grčija, ki je mesec dni kasneje povečala garancije<sup>8</sup>, kar se je izkazalo za preobrat v percepciji vlagateljev do Grčije kot

<sup>8</sup> Grške banke niso bile toliko izpostavljene škodljivim učinkom padca tržnih vrednosti strukturiranim finančnim instrumentov, vendar je agresivno investiranje na trge Balkana v preteklosti pripomoglo k likvidnostnim težavam bank.

zanesljive dolžnice. Če pogledamo dinamiko zadolževanja v obdobju od leta 2005 do 2008, lahko vidimo, da se je javni dolg povečal za 35 % oz. za skoraj 68 milijard EUR (glej Prilogo 4, Slika 8). Glede na nadaljevanje negativnih trendov iz preteklosti in zaostrene svetovne razmere bi lahko zapisal, da je bila bonitetna ocena Grčije v letu 2008 napihnjena.

Slika 4 potrjuje takšno razmišljanje, če primerjamo obrestno mero Grčije z obrestno mero Nemčije, ki v svoji zgodovini še ni utrpela znižanja najboljše možne bonitetne ocene "AAA". Pozoren pregled pribitka na donosnost grške 10-letne obveznice kaže na rahlo odstopanje od druge polovice leta 2007 do druge polovice leta 2008, kar pomeni, da je trg že v tem obdobju zaslučil določeno minimalno potencialno tveganje refinanciranja dolgov v prihodnosti. Od druge polovice leta 2008 pribitek postaja že občutnejši zaradi povečanja garancij in razlike v primerjavi s kredibilnostjo Nemčije. Sledil je prvi padeč bonitetne ocene za eno stopnjo ("A-") z negativnim izgledom na začetku leta 2009, brez predhodnega opozorila z izgledi. Decembra 2009 je bonitetna ocena padla še za eno stopnjo na "BBB+" z negativnim izgledom in posledično so se obrestne mere temu primerno prilagodile.

Slika 4: Gibanje pribitkov grških obveznic nad donosnostjo 10-letnih nemških državnih obveznic



Vir: OECD, Long term interest rates, 2012.

Aprila 2010 je bonitetna ocena zopet padla, vendar tokrat kar za tri stopnje na "BB+" v špekulativni razred (glej Sliko 3) in obrestne mere so drastično narasle. Gledano za nazaj lahko temu trenutku pripišemo uradni nastanek krize evroobmočja, ker je sunkovit padeč bonitetne ocene imel tako velik negativen učinek na finančne trge ter na splošno zaupanje v evroobmočje. Vprašanje napihnjene bonitetne ocene je zato še toliko bolj pomembno, ker bi predčasno postopno znižanje bonitetne ocene v spremstvu z izgledi lahko imelo bistveno drugačen razplet dogajanja. Nizki stroški zadolževanja na račun visoke bonitetne ocene in dejstva, da je pod okriljem ECB, so Grčiji omogočili, da je prevzemala čedalje večje obveznosti ob vse večjem javnofinančnem primanjkljaju in naraščajočem javnem dolgu.

Pribitek nad donosnostjo nemških 10-letnih obveznic za Grčijo in gibanje bonitetne ocene Grčije v zadnjih 15 letih me vodita do zaključka, da se je bonitetna ocena v primeru Grčije izkazala kot prociklična. Pribitek se manjša do polnopravnega članstva Grčije v evroobmočju leta 2001 in je popolnoma izenačen z nemško obrestno mero do nastanka hipotekarne krize leta 2007, zato je

temu primerna tudi naraščajoča bonitetna ocena, ki naraste celo na "A+" v letu 2003 (glej Slika 3). Po državni intervenciji oktobra 2008 se je pribitek počasi večal do sunkovitega padca bonitetne ocene za tri stopnje aprila 2010 v špekulativni razred ("BB+"), ko je pribitek narasel na nevzdržno raven za servisiranje dolga. Pričakovano se v danem obdobju podobno dogaja z gospodarsko rastjo (glej Prilogo 4, Slika 3), ki merjeno v absolutnih zneskih doseže svoj vrh leta 2009 in s padcem bonitetne ocene preusmeri svoj trend v negativno smer.

Reisen in Maltzan (1999, str. 7) trdita, da bonitetne ocene deželnega tveganja lahko zavirajo ali pospešijo učinke gospodarskega cikla (angl. *boom-bust cycle*<sup>9</sup>). Opredelila sta najslabši scenarij kot situacijo, v kateri bonitetne ocene zaostajajo za finančnimi trgi in obenem vplivajo na tržno dogajanje. V tem primeru bi izboljšanje bonitetne ocene pomenilo dvig evforičnih neutemljenih pričakovanj in stimuliralo presežne kapitalske prilive v času gospodarske rasti ("boom"); v času padca gospodarske aktivnosti ("bust") pa bi poslabšanje bonitetne ocene privedlo do panike med vlagatelji, kar bi povzročilo kapitalske odlive in potisnilo razkorak obrestnih mer navzgor. Primer grške krize popolnoma ustreza opisu najslabše teoretične situaciji po Maltzan in Reisenu in obenem potrjuje ugotovitve Larrain et. al (1997), da je narava bonitetne ocene bolj reaktivna kot preventivna. To pomeni, da je v grškem primeru prispevala k povečanju učinkov gospodarskega cikla, zato je še toliko bolj pomembno za bonitetne agencije, da postopoma znižujejo bonitetno oceno v daljšem časovnem obdobju.

Nizki stroški zadolževanja na račun visoke bonitetne ocene in dejstva, da je pod okriljem evropske centralne banke (ECB), so Grčiji omogočili, da je prevzemala čedalje večje obveznosti ob vse večjem javnofinančnem primanjkljaju in javnem dolgu. Mrak (2011) je mnenja, da sta prestrukturiranje dolga in delni odpis neizogibna, saj z varčevalnimi ukrepi, strukturnimi reformami in odprodaji državnega premoženja država ni sposobna servisirati in odplačati svojega dolga. Problem napihnjene bonitetne ocene deželnega tveganja je ravno v tem, da omogoča državam nadaljevanje negativnih trendov do točke, ko postaneta servisiranje dolga in odplačilo glavnice nevzdržno ter vsi sprejeti ukrepi postanejo prepozni.

## **2.2 Primer krize držav PIIGS**

Od strmega padca bonitetne ocene Grčije leta 2010 dalje se evroobmočje sooča s krizo, ki je pridobila splošni naziv kriza evra (angl. *Euro crisis*), in se nanaša na nevzdržno stopnjo javnega dolga in javnofinančnih primanjkljajev v evroobmočju. Portugalska, Irska, Italija, Grčija in Španija so izstopajoče države evroobmočja, ki so zaradi kombinacije visokega javnega dolga in visokih javnofinančnih primanjkljajev pridobile slabšalni naziv PIIGS, kar implicira na odvisnost od črpanja tujega kapitala.

Z nastopom finančne krize so vlagatelji izgubili zaupanje v evropske države z visokim proračunskim primanjkljajem (Španija) oziroma z visoko zadolženostjo (Italija) ali pa kombinacijo obojega (Portugalska), kar se je odrazilo v rasti obrestnih mer na dolg omenjenih

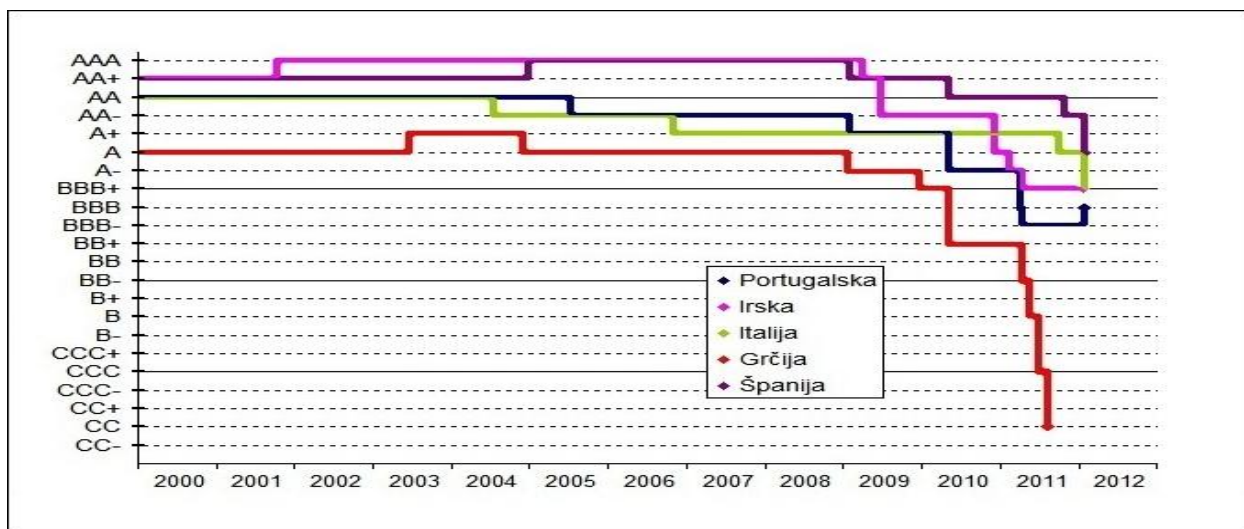
---

<sup>9</sup> Obdobju visoke finančne rasti ("boom"), sledi padec gospodarske aktivnosti ("bust").

držav prav zaradi visokih stopenj javnofinančnih primanjkljajev in visokih stopenj javnega dolga (glej Prilogo 5, Tabela 8 in Tabela 9). Najbolj odmeven primer poleg Grčije je primer Irske, ki je s pokom tamkajšnjega nepremičninskega balona in posledično bančno krizo v letu 2008 zašla v globoko recesijo. Irska je prevzela obveznosti nesolventnega bančnega sistema v celoti, kar se je izkazalo za preveliko breme države, posledično je postavila pod vprašaj lastno sposobnost vračila državnega dolga. Pri Španiji, Italiji in Portugalski je značilen rigiden trg delovne sile, nevzdržen pokojninski sistem in prevelik javni aparat, kar znižuje pričakovanja glede prihodnje gospodarske rasti in predstavlja osnovo za bodoče padanje bonitetnih ocen.

Na podlagi postavljenega kriterija za ugotavljanje odstopanja bonitetne ocene lahko potrdim napihnjeno bonitetnih ocen za skupino držav PIIGS: Portugalski je bonitetna ocena padla za 3 stopnje v letu 2011, Irski za 3 stopnje v letu 2009 in 4 stopnje v letu 2011, Italiji za 3 stopnje v letu 2011, Grčiji za 3 stopnje v letu 2010 in za 10 stopenj v letu 2011, ter Španiji za tri stopnje v letu 2011 (glej Sliko 5). Od samega začetka evroobmočja do vključno leta 2009 se vidi postopno nižanje ali višanje bonitetnih ocen skupine držav PIIGS, kar je zaželeno v kontekstu kriterija stabilnosti bonitetne ocene. Sunkovit padec napihnjene bonitetne ocene Grčije se je izkazal za začetek krize skupine držav PIIGS, kateremu je isti dan sledil padec bonitetne ocene Portugalske za dve stopnji in padec bonitetne ocene Španiji za eno stopnjo dan kasneje.

Slika 5: Gibanje bonitetnih ocen S&P za skupino držav PIIGS



Vir: Standard&Poor's, *Sovereign Rating and Country T&C Assesment Histories*, 2011.

Strm padec bonitetne ocene Grčije v letu 2010 je imel izredno negativen vpliv na zaupanje v finančne trge. Dogodku je pripisan angleški strokovni termin "contagion" (okužba), ki zaobjema škodljiv vpliv grškega dolžniškega primera za celotno evroobmočje. Lahko bi se lotil analize za vsako državo posebej, tako kot sem naredil za Grčijo, vendar bi na takšen način zgrešil bistvenost grškega dolžniškega primera in strmega padca napihnjene bonitetne ocene za celotno evroobmočje.

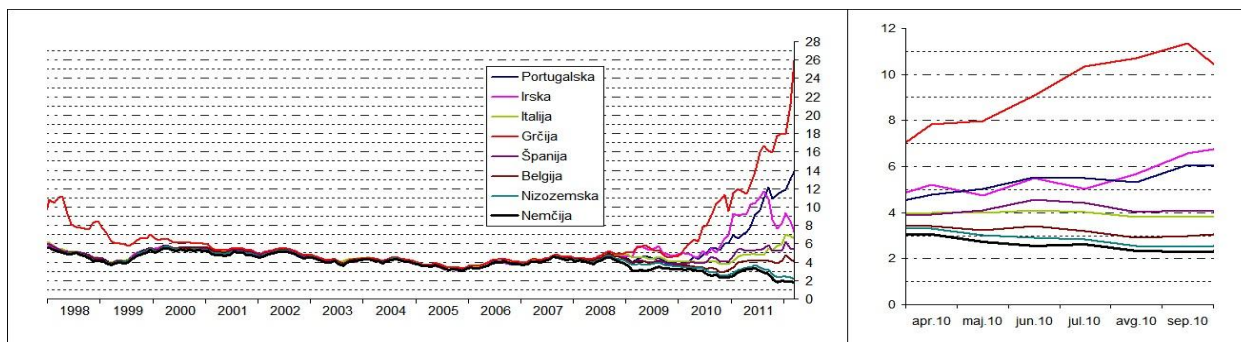
V literaturi (Gärtner et al., 2011; Missio&Watzka, 2011; Aizenman et al., 2011) lahko najdemo več primerov posredne in neposredne ponazoritve okužbe držav evroobmočja zaradi sunkovitega



padca napihnjene bonitetne ocene Grčije. Bistvo okužbe<sup>10</sup> se kaže v tem, da je sunkovit padec bonitetne ocene Grčije negativno vplival na ocenitev tveganja refinanciranja dolgov držav evroobmočja, ki so drugače finančno stabilne ali nekoliko problematične (Missio in Watzka, 2011). Poslabšanje pogojev financiranja za opazovano državo (Grčijo) je sprožilo negativne učinke na ostale države, znane tudi pod angleškim izrazom "spillover effects" (učinki razlitja), kar se kaže v pretiranem pesimizmu vlagateljev pri ocenjevanju temeljnih (fundamentalnih) problemov ostalih držav evroobmočja. Drugi vidik okužbe se kaže v tem, da so bile obstoječe težave evroobmočja še dodatno poglobljene zaradi slabih novic o grškem gospodarstvu.

Izstopajoče obdobje okužbe je 2. in 3. četrtoletje leta 2010 (Missio in Watzka, 2011; Aizenman, 2011), v katerem je najbolj izrazit negativen vpliv. Države, ki so bile izpostavljene okužbi v tem obdobju, so: Portugalska, Irska, Italija, Španija in Belgija. Tako Nemčija kot Nizozemska nista bili deležni okužbe, zato so temu primerne tudi padajoče obrestne mere (glej Sliko 6). Posledice strmega padca bonitetne ocene Grčije so razvidne na desni strani Slike 6, kjer se pribitki nad donosnostjo nemških 10-letnih obveznic zvišajo za več kot 400 bazičnih točk v danem obdobju. V istem obdobju se vidi, kako varirajo pribitki za irske in portugalske 10-letne obveznice, kjer je razlika 200 in 100 bazičnih točk. Španski pribitek je v višini 50 bazičnih točk, medtem ko Italija in Belgija nista utrpeli vidne škode. Razlike v obrestnih merah obenem potrjujejo, kolikšen stres je evroobmočju povzročil strm padec grške bonitetne ocene, zlasti v primeru Irske in Portugalske, kar potrjuje MDS v svojem poročilu (MDS, 2010, str. 88), da nižanja bonitetnih ocen skupini držav PIIGS izvajajo pritisk na celotno evroobmočje.

Slika 6: Gibanje pribitkov nad donosnostjo nemških 10-letnih obveznic za skupino držav PIIGS, Belgije in Nizozemske



Vir: OECD, Long term interest rates, 2012.

Pri okužbi evroobmočja je treba dodati, da so manj izpostavljene tiste države, ki so politično in ekonomsko relativno bolj stabilne (Missio in Watzka, 2011), kar velja v primeru Italije in Belgije. Pri Belgiji lahko sklepamo, da je odločujoči dejavnik dejstvo, da je neto upnik do ostalega sveta v višini 50 % BDP, Italiji pa lahko pripišemo dejstvo, da gre v večini za notranji dolg države. Italija ima zato možnost, da preko fiskalne politike (davkov na premoženje) zniža vrednost svojega dolga. Portugalska, Irska in Grčija imajo slabšo pozicijo v danem obdobju, ker so ujete v negativno spiralo javnofinančnih primanjkljajev in visoke stopnje javnega dolga na eni

<sup>10</sup> Missio in Watzka (2011, str. 11) sta opredelila okužbo kot nenaden in buren odziv obrestnih mer obveznic držav evroobmočja na slabe novice o grškem gospodarstvu.



strani, na drugi strani pa so učinki okužbe še bolj prisotni, če so bile države že prej pod drobnogledom vlagateljev (Missio in Watzka, 2011), kar lahko trdimo za vse tri države, če pogledamo nižanja bonitetnih ocen pred letom 2010 (glej Sliko 5). Znižanju bonitetne ocene deželnega tveganja večinoma sledijo višji stroški zadolževanja, kljub temu da analiza ekonomskih kazalcev dane države le delno upravičuje višje stroške, kar v primeru krize skupine držav PIIGS pomeni, da so bila nižanja bonitetnih ocen pretirana glede na njihovo ekonomsko stanje (Gärtner et al., 2011). Okužba je prinesla naraščajoče razlike v pribitkih, ki jih v danem obdobju ni mogoče pripisati ekonomskim dejavnikom (Missio in Watzka, 2011).

Za nekatere države evroobmočja razlike v obrestnih merah (glede na nemško) obveznic predstavljajo tveganje refinanciranja obveznosti v prihodnosti, zato je na mestu vprašanje, ali je prav padec bonitetne ocene Grčije povzročil višje obrestne mere zadolževanja za druge države. Missio in Watzka (2011, str. 22) sta potrdila neposreden vpliv padca grške bonitetne ocene na portugalske obrestne mere in veliko verjetnost, da je bilo v primeru irske obrestne mere enako. V primeru španske obrestne mere je povezava pozitivna, vendar nejasna, medtem ko za Italijo in Belgijo padec grške bonitetne ocene nima pomembnega vpliva. Razlike v pribitkih nad donosnostjo nemških 10-letnih obveznic potrjujejo takšno povezavo v obdobju okužbe (glej Sliko 6).

Ustanovitev Evropskega finančnega instrumenta za stabilnost (EFSF) 9. maja 2010 in intervencija MDS je bila zaradi učinkov okužbe smiselna in politično upravičljiva, da bi preprečila bankrot Grčije in omogočila gospodarstvu Irske in Portugalske nemoteno delovanje naprej, vendar ni ustavila širjenja razlik v pribitkih nad donosnostjo nemških 10-letnih obveznic. V prihodnosti bodo zato v EU nadomestili začasna EFSF in Evropski finančni mehanizem za stabilnost (EFSM) z dokočnim Evropskim mehanizmom za stabilnost (ESM) – predvideno bo stopil v veljavo 1. julija 2013 – katerega namen je financiranje držav evroobmočja v težavah pod striktnimi pogoji, razbremenitev ECB in povrnitev izgubljenega zaupanja v finančne trge.

V poglavju 1.6 sem pod metodologijo bonitetnih ocen deželnega tveganja zapisal, da je bonitetna ocena politični instrument do neke omejene mere. Padec napihnjene bonitetne ocene Grčije je povzročil ekonomsko neutemeljen pritisk na bodoče refinanciranje obveznosti ostalih članic in sprožil paniko vlagateljev, ki so preizkusili meje političnega tveganja držav, podvrženih okužbi. V tem smislu napihnjena bonitetna ocena predstavlja širši problem, ker ne prizadene samo države, ki jo nosi, ampak tudi vse ostale znotraj evroobmočja. Konkreten primer proučevanja napihnjene bonitetne ocene Grčije me vodi do zaključka, da so negativne posledice strmega padca terjale popolno spremembo fizionomije evroobmočja ravno v obdobju, ko so bili učinki okužbe najbolj izraziti. Politična dimenzija padca napihnjene bonitetne ocene je vidna glede na to, da v obdobju 2. in 3. četrtletja leta 2010 panike vlagateljev, ki se kažejo pri razlikah v pribitkih, ni mogoče pripisati ekonomskim dejavnikom.

## 2.3 Drugi zabeleženi primeri v preteklosti

Sunkovit padec grške bonitetne ocene ni osamljen primer, kjer bonitetna ocena deželnega tveganja v obdobju enega leta pade za tri stopnje ali več, kar implicira na dejstvo, da je bila v preteklosti v določenem obdobju previsoko ocenjena oziroma napihnjena. Bhatia (2002, str. 42) je opredelil tiste bonitetne ocene, ki znotraj enega leta padejo za tri stopnje kot neuspešne, ker odražajo pozitivno pristranskosti (angl. *upside bias*). Tabela 3 prikazuje napihnjene bonitetne ocene deželnega tveganja v obdobju od leta 1997 do 2002, ki so bile popravljene za (vsaj) tri stopnje znotraj enoletnega obdobja, kar je primerljivo s kriterijem, ki sem ga postavil na začetku 2. poglavja.

Tabela 3: Prikaz neuspešnih bonitetnih ocen v preteklosti

NEUSPEH BONITETE TVEGANJA DRŽAVE	NEUSPEŠNA BONITETNA OCENA (datum)	POPRAVLJENA BONITETNA OCENA (datum)	SPREMEMBA STOPENJ BONITETNIH OCEN	KLJUČEN RAZLOG
<b>S&amp;P</b>				
1997: Tajška	A (3.9.1997)	BBB- (8.1.1998)	4 ↓	Izčrpanje mednarodnih rezerv
1997: Indonezija	BBB (10.10.1997)	B- (11.3.1998)	7 ↓	Padec tržne vrednosti sredstev
1997: Koreja	AA- (24.10.1997)	B- (22.12.1997)	10 ↓	Izčrpanje mednarodnih rezerv
1997: Malezija	A+ (23.12.1997)	BBB- (15.9.1998)	5 ↓	Padec tržne vrednosti sredstev
1998: Koreja	B+ (18.2.1998)	BBB- (25.1.1999)	4 ↑	Povečanje mednarodnih rezerv
1999: Romunija	BB- (20.5.1998)	B- (19.10.1998)	3 ↓	Izčrpanje mednarodnih rezerv
1998: Rusija	BB- (9.6.1998)	B- (13.8.1998)	3 ↓	Izčrpanje mednarodnih rezerv
2000: Argentina	BB (14.11.2000)	B- (12.7.2001)	4 ↓	Neuravnoteženost javnih financ
2002: Urugvaj	BBB- (14.2.2002)	B (26.7.2002)	5 ↓	Izčrpanje mednarodnih rezerv
<b>Moody's</b>				
1997: Tajška	A2 (8.4.1997)	Ba1 (21.12.1997)	5 ↓	Izčrpanje mednarodnih rezerv
1997: Koreja	A1 (27.11.1997)	Ba1 (21.12.1997)	6 ↓	Izčrpanje mednarodnih rezerv
1997: Indonezija	Baa3 (21.12.1997)	B3 (20.5.1998)	6 ↓	Padec tržne vrednosti sredstev
1997: Malezija	A1 (21.12.1997)	Baa2 (14.9.1998)	4 ↓	Padec tržne vrednosti sredstev
1998: Rusija	Ba2 (11.3.1998)	B3 (21.8.1998)	4 ↓	Izčrpanje mednarodnih rezerv
1998: Moldavija	Ba2 (14.7.1998)	B2 (14.7.1998)	3 ↓	Izčrpanje mednarodnih rezerv
1998: Romunija	Ba3 (14.9.1998)	B3 (6.9.1998)	3 ↓	Izčrpanje mednarodnih rezerv
2002: Urugvaj	Baa3 (3.5.2002)	B3 (31.7.2002)	6 ↓	Izčrpanje mednarodnih rezerv

Vir: A. Bhatia, *Sovereign Credit Ratings Methodology: An Evaluation*, 2002, str. 40.

Iz tabele 3 je razvidno, da so imele bonitetne agencije S&P in Moody's že v preteklosti težave pri podelitvah bonitetnih ocen deželnega tveganja. Najboljši primer pristranskosti je Koreja, kateri je bonitetna ocena padla za 10 stopenj pri S&P in za 6 stopenj pri Moody's, vendar je zopet Koreja tista, kateri je bonitetna ocena v naslednjem letu zrasla za 5 stopenj, kar kaže na procikličnost kot v primeru grške bonitetne ocene. Skupen dejavnik sunkovitih padcev bonitetnih ocen deželnega tveganja v preteklosti je predvsem izčrpanje mednarodnih rezerv, padec tržne vrednosti sredstev in neuravnoteženost javnih financ. Podobne razloge bi lahko pripisali grškemu dolžniškemu primeru krize javnih financ.

Napihnjene bonitetne ocene obenem kažejo na povezavo s pojavom črednega nagona<sup>11</sup>. Povezava je razvidna iz tabele 3, kjer napihnjene bonitetne ocene S&P vplivajo na Moody's ali obratno – od 17 primerov napihnjene bonitetne ocene s strani S&P in Moody's, jih je 14 skupnih, če odštejemo Korejo v letu 1998 in Argentino (ni skupno) ter Moldavijo (ni skupno) – kar dejansko pomeni 87,5 odstotka primerov napihnutih bonitetnih ocen v obdobju od leta 1997 do 2002. Čredni nagon predstavlja problem v primeru napihnutih bonitetnih ocen, ker padec napihnjene bonitetne ocene pri eni bonitetni agenciji sproži padec pri drugi, kar lahko povzroči krizo splošnega nezaupanja. Od tod prihaja splošni očitek o preostrem zniževanju bonitetnih ocen, ker prihaja do negativne povratne informacije (od vlagateljev), ki samo še poslabša in zaostri razmere.

Padec napihnjene bonitetne ocene je tesno povezan s problemom procikličnosti, zato so bonitetne agencije pogosto kritizirane, da niso zmožne napovedati krize. Zabeleženi strmi padci iz azijske krize kot iz krize držav PIIGS upravičujejo takšen strokovni očitek in po mnenju Sy(2003) obstajajo trije razlogi, zakaj bonitetne ocene niso zmožne napovedati krize:

- *neuspeh bonitetnih agencij pri pridobivanju informacij o določenem izposojevalcu v določenem časovnem okvirju;*
- *moralni hazard s strani uradnega intervencionizma (npr. MDS) kar vodi v povišane bonitetne ocene;*
- *odpor bonitetnih agencij, da znižajo bonitetno oceno državam pred krizo z namenom, da ohranijo tok plačil od te države, ker bi v primeru znižanja bonitetne ocene situacija privedla do strmoglavljenja v krizo.*

### **3 Kritična področja**

V prejšnjem poglavju sem prikazal primer napihnjene bonitetne ocene, pokazal, kakšne negativne implikacije lahko nosi njen strmi padec, in ugotovil precejšnjo pogostost pojava, zato se bom v tem poglavju osredotočil na vprašanje diplomske naloge: Zakaj prihaja do napihnjene bonitetne ocene? Odgovor na vprašanje je predvsem razkritje kritičnih področij, ki onemogočajo kakovost bonitetnih ocen skozi čas, zato odgovor ni enostranski, ampak izhaja iz eksternih in internih dejavnikov bonitetnih agencij, ki onemogočajo podeljevanje bonitetnih ocen resnične vrednosti skozi čas. Eksterni dejavniki se kažejo kot splošne omejitve bonitetnih agencij in interni dejavniki se nanašajo na njihovo vedenje. Skupaj tvorijo bistvo problema napihnjene bonitetne ocene, ki ima značajan vpliv na finančno nestabilnost, zato se mi zdi primeren naziv poglavja Kritična področja.

---

<sup>11</sup> Situacija, v kateri ena bonitetna agencija zniža oceno, in ostale ji sledijo; kar samo po sebi v kontekstu bonitetnih ocen ni slabo, ker teoretično gledano obstaja samo eno resnično tveganje prekinitve financiranja obveznosti, ki bi ga morale zajeti vse bonitetne agencije v svojih ocenah.

### **3.1 Omejitve bonitetnih agencij**

#### **3.1.1 Informacijsko tveganje**

Osnovni problem, s katerim se soočajo bonitetne agencije pri izdaji bonitetnih ocen deželnega tveganja, je informacijsko tveganje, ker je večina podatkov zbrana preko državnih institucij. Prejeti podatki so primerjani s pomočjo podatkov MDS in banke za mednarodne poravnave (BIS), vendar je odgovornost na strani državnih institucij, da jamčijo za integriteto podatkov. Sy(2003) potrjuje tveganje z razmišljanjem o neuspehu bonitetnih agencij, da pridobijo relevantne podatke v določenem časovnem okvirju. Primer grške bonitetne ocene iz prejšnjega poglavja potrjuje nevarnost informacijskega tveganja s primerom revizije s strani Eurostata, iz katere so bili razvidni mnogo večji primanjkljaji skozi leta in višja stopnja javnega dolga, kot je bilo sprva poročano. Informacijsko tveganje se je v konkretnem primeru manifestiralo kot kršitev pakta stabilnosti in rasti, ki se smatra kot ključen za delovanja evra.

Večina ovrednotenih držav ima podpisane sporazume z bonitetnimi agencijami, ki jih obvezujejo k izdaji vseh relevantnih podatkov na zahtevo v neprekinjenem časovnem roku. Po mnenju Bhatie (2002, str. 43) domet sodelovanja države z bonitetnimi agencijami v resnici predstavlja strategijo za ohranjanje kreditne kakovosti zaradi potreb po dolžniškem financiranju, ker so bonitetne ocene pogosto podeljene ali vzdrževane na podlagi manjkajočih podatkov. Informacijsko tveganje zato bonitetne agencije zmanjšujejo s konzervativnimi predpostavkami.

Paradoks tovrstne omejitve je v tem, da je eksplicitno priznanje informacijskega tveganja v praksi redko, ker objava takšnega priznanja neposredno škoduje kredibilnosti dane države v primeru bonitetnih ocen deželnega tveganja. Že sama špekulacija o pozitivni pristranskosti bi lahko vplivala na bonitetno oceno, zato bonitetne agencije zatrjujejo, da bonitetne ocene vrednotijo kredibilnost in ne transparentnosti, ker smatrajo pridobivanje podatkov kot integralen del procesa vrednotenja. Če povzamem v kontekstu napihnjene bonitetne ocene deželnega tveganja, lahko zapišem, da informacijsko tveganje onemogoča spoznanje le-te v danem obdobju.

#### **3.1.2 Analitične ovire**

Druga omejitev se nanaša na omejitev analitičnega vira produkcijskega faktorja dela, ki je potreben za izdelavo kakovostnih bonitetnih ocen. Bonitetne agencije S&P, Moody's in Fitch ne razkrivajo podatkov o stroških in prihodkih prakse vrednotenja deželnega tveganja, vendar je razumno, če zapišem, da so profitno orientirane v tekmovalnem okolju. Pritisk se pokaže v racionalizaciji dela, kjer se bonitetne agencije osredotočajo bolj na tiste bonitetne ocene, ki so najbolj donosne (Bhatia, 2002, str. 45).

Racionalizacija dela se pokaže tudi v drugi luči, ker se lahko analitiki začnejo prekomerno zanašati na objavljeno literaturo s strani MDS, akademske stroke, investicijskih bank ali v

najslabšem primeru od drugih bonitetnih agencij (težava pristranskosti, ki je še posebno problematična ob padcu napihnjene bonitetne ocene), da bi ostali na robu odkritja. Lahko se zanašajo v tolikšni meri na druge raziskave in spoznanja, da je njihov doprinos k vrednotenju kreditnega tveganja le pridruževanje k splošnemu mnenju. Na takšen način bi jih racionalizacija dela ob profitni orientiranosti privedla do izgube objektivnosti, ki lahko vodi do pozitivne pristranskosti oz. napihnjene bonitetne ocene.

Velik korak naprej je bil narejen pri razkritju informacij o analitičnem pristopu bonitetnih agencij, ki je opisan v poglavju 1.6. Boljši vpogled v metodologijo bonitetnih ocen deželnega tveganja omogoča boljšo neposredno povratno informacijo in bo v prihodnosti zmanjšal analitične ovire, ker bodo vlagatelji kot ostala zainteresirana javnost lahko bolje prilagodili svoja pričakovanja glede kakovosti izdajateljev.

### **3.1.3 Težavnost motiviranja bonitetnih agencij**

Bonitetne agencije se neprestano soočajo z izzivom ohranjanja tesnih stikov z izdajatelji, vlagatelji in vzdrževanja stikov med obema skupaj, zato jim kodeks ravnanja<sup>12</sup> nalaga odgovornost, da pri raziskovanju kreditnega tveganja ne smejo nuditi svetovanje izdajateljem, ker bi bile drugače bonitetne ocene podvržene škodljivim učinkom konflikta interesov. Motivacija bonitetnih agencij je profitno usmerjena, zato ustvarjanje novih paralelnih produktov, kot je npr. storitev pregleda bonitetne ocene (angl. *ratings evaluation service*) od S&P, lahko predstavlja nove razsežnosti konflikta interesov, ker na eni strani omogočajo izdajo bonitetne ocene in na drugi strani svetovanje. V literaturi produkti spadajo v področje postranskih storitev (angl. *ancillary services*), ki je po mnenju mnogih avtorjev sporno. Partnoy (2006) je zaradi nezdržljivosti funkcij izdajanja bonitetne ocene na eni strani in svetovanja na drugi strani izrazil resno skrb zaradi škodljivih učinkov konflikta interesov, ki uničujejo zaupanje v sam instrument.

## **3.2 Vedenje bonitetnih agencij**

### **3.2.1 Konflikt interesov**

Narava sodobne poslovne prakse bonitetnih agencij je, da prejmejo plačilo za izdajo bonitetnih ocen od izdajateljev, in ker so bonitetne ocene namenjene vlagateljem, so prisotni številni potencialni konflikti interesov. Model prihodkov je znan kot "izdajatelj plača" (angl. *issuer pays*) in predstavlja konflikt interesov, ki lahko v veliki meri pojasni pozitivno pristranskost napihnjene bonitetne ocene. Osnovni namen bonitetne ocene je sporočanje zanesljivih informacij vlagateljem o kreditni kakovosti izdajateljev, da bi se lahko bolje odločali o svojih naložbah, vendar je pod takšno strukturo prihodkov ogrožen, ker se bonitetne agencije ozirajo na potrebe in želje izdajateljev glede na to, da od njih prejema plačilo. Izdajatelji ustvarjajo povpraševanje s plačilom za izdane bonitetne ocene in zasledujejo naravni interes, da si priskrbijo čim boljše. V primeru, da se ne strinjajo z oceno, lahko poskusijo pri drugi bonitetni agenciji pridobiti boljšo ponudbo – pojav je znan kot "ratings shopping" (kupovanje ocen). Bonitetne agencije lahko zato

---

<sup>12</sup> IOSCO, Code of Conduct.

popustijo pritiskom izdajateljev, ki si želijo najboljšo možno in napihnejo vrednost bonitetne ocene, da bi ustregle njihovemu interesu v zameno za plačilo.

V teoriji bi bila to velika kršitev lastnih principov, ker bi na takšen način ogrozile ugled, ki je ključen pri pridobivanju novih strank in ohranjanju starih. Rezultirana slabša kakovost bonitetnih ocen bi v končni fazi ogrozila poslovno prihodnost. Dejansko pa vlagatelji ne morejo meriti ugleda *ex ante* in se lahko zadovoljijo le z minimalno garantirano kakovostjo<sup>13</sup>, ki jo lahko preverijo s pomočjo finančnih trgov *ex post*. Dittrich (2007, str. 21) zapisano potrjuje s trditvijo, da vlagatelji ne morejo meriti kakovosti bonitetne ocene *ex ante*, ampak se lahko zanesejo le na informacije *ex post* o kakovosti preteklih bonitetnih ocen. Obenem dodaja, da ugled ne garantira konstantne kakovosti bonitetne ocene skozi čas, kar odpira možnosti za izkoriščanje položaja (angl. *milking the profits*<sup>14</sup>). Izdajatelji ne morejo opaziti takšnega vedenja, dokler je prisotna merljiva minimalna kakovost, zato ni nemogoč scenarij, da iščejo bonitetne ocene ravno v situaciji, ko bonitetne agencije povečujejo svoj tržni položaj s strategijo nizkih cen na račun ugleda. Takšno izhodišče je lahko pozitivno pristransko do izdajateljev glede na dejstvo, da so stroški neposredno povezani s kakovostjo ob pojavu kupovanja ocen.

V preteklosti pa je njihov model prihodkov izgledal radikalno drugačen. Do leta 1970 so se vse bonitetne agencije financirale izključno z naročninami (angl. *paid subscriptions*) od vlagateljev. Takšna struktura se je izkazala za nemogočo predvsem zaradi nerešenega problema zastojkarstva<sup>15</sup> in naraščajočega povpraševanja po bonitetnih ocenah, ki zahteva strokovno ekspertizo, katere stroški veliko presegajo prihodke od naročnin. Večje bonitetne agencije so pričele zaradi omenjenih težav zaračunavati izdajateljem, ki so bili pripravljene plačati, ker so jim bonitetne ocene izjemno koristile (Cantor & Pecker, 1994). Dobičkonosnost bonitetnih agencij je zato sunkovito zrasla.

Primerjava obeh modelov kaže na osnovno razliko, ki je bistvena za odpravljanje problema napihnjene bonitetne ocene. V veljavnem modelu "izdajatelj plača" se transakcija izvede med izdajatelji in bonitetnimi agencijami, kjer v zameno za plačilo pridobijo bonitetno oceno, medtem ko se v prejšnjem modelu "vlagatelj plača" za bonitetne ocene potegujejo vlagatelji v zameno za plačilo. V veljavnem modelu vlagatelji nimajo vpliva na transakcijo, kar pomeni, da so neodvisni od dogajanja in glede na regulativno naravo bonitetne ocene lahko štejejo proces kot popoln. Od tod sta tudi razumljiva gnev in bes panike vlagateljev v primeru sunkovitega padca bonitetne ocene, vendar je treba razumeti tudi drugo plat, da se v takšnem modelu prekomerno zanašajo na odločitve bonitetnih agencij o stanju kreditne kakovosti izdajateljev, kar je potrjeno v številnih raziskavah<sup>16</sup>. Izdajatelji so neposredno vključeni v sam proces pridobivanja bonitetne ocene, kar ni najbolj primerno glede na to, da vplivajo neposredno na sam

---

<sup>13</sup> Izhaja iz dejstva, da so pri izdelavi bonitetne ocene določeni stroški strokovne ekspertize, ki se kaže v kadru in njihovi sposobnosti obdelovanja specializiranih podatkov (Dittrich, 2007, str. 23).

<sup>14</sup> V kontekstu bonitetnih ocen pomeni, da bonitetna agencija skrivaj zniža svoje stroške in napore, da lahko npr. zniža stroške dela in tako ob dani bonitetni oceni maksimizira dobiček.

<sup>15</sup> "Freerider" je smatran kot nekdo, ki izkorišča vir, ne da bi plačal zanj oziroma ne plača polne cene.

<sup>16</sup> V zapisanih dokazih o bonitetnih agencijah s strani EU za ekonomske, finančne in mednarodne zadeve, v preiskavi finančne krize itd.

proces s plačilom. V prejšnjem modelu ("vlagatelj plača") pa je slika ravno obratna in veliko bolj primerna za rešitev problema napihnjene bonitetne ocene. Bonitetne agencije vrednotijo kreditno tveganje izdajateljev, ob katerem slednji nimajo vpliva na rezultat, ker vlagatelji povprašujejo po bonitetnih ocenah v zameno za plačilo. Bonitetne agencije se v tem primeru borijo za interese vlagateljev, ki iščejo zanesljive informacije o kreditni kakovosti izdajateljev, da lahko v danem trenutku sprejmejo najboljšo možno odločitev o naložbah. Izdajatelji so iz transakcije izključeni in ne morejo vplivati na lastno usodo, zato je napihnjena bonitetna ocena irelevantna in nelogična, ker vlagatelji iščejo resnično vrednost kreditne kakovosti, da lahko zmanjšajo tveganje lastnih odločitev.

### **3.2.2 Nenaročene bonitetne ocene**

Nenaročene bonitetne ocene (angl. *unsolicited ratings*) so, kot naziv namiguje, nenaročene s strani izdajateljev in neplačane. Niso neposredno povezane z napihnjjenimi bonitetnimi ocenami, vendar prikazujejo obnašanje izdajateljev v modelu "izdajatelj plača". Pogosto so kontroverzna tema zaradi očitka, da bonitetne agencije zlorablajo nenaročene bonitetne ocene z namenom ustrahovanja izdajateljev z nizko bonitetno oceno, ki jo lahko popravijo v zameno za plačilo. Nenaročena bonitetna ocena temelji predvsem na javno dostopnih informacijah, zato je takšen očitek v veliki meri nesmiseln, ker se jo lahko preveri *ex post* in zabeleži napako. Takšno vedenje bi nenaročene bonitetne ocene v očeh vlagateljev prikazale kot nekoristne in v končni fazi bi škodovalе ugledu, ki je vitalnega pomena. Ellis (1997, str. 10) potrjuje s svojo raziskavo, kjer od 102 institucionalnih vlagateljev 89 odstotkov meni, da so nenaročene bonitetne ocene enake kakovosti kot običajne, za katere se plača. Logično bi se lahko zatem interpretiralo, da izdajatelji niso ogroženi od nenaročenih bonitetnih ocen.

Empirično raziskovanje potrjuje ravno nasprotno. Cantwell (1998) v svoji raziskavi ugotavlja, da 90 odstotkov izdajateljev na koncu za nenaročeno bonitetno oceno plača, čeprav je na začetku niso iskali. Glede na to, da nenaročene bonitetne ocene puščajo malo prostora za napako, odražajo v večini primerov realno osnovo, zato je zanimivo, zakaj se kljub temu izdajatelji odločajo za nakup. Lahko je tudi eden od razlogov pričakovanje višje bonitetne ocene, vendar se v literaturi zaenkrat še ni pojavil odgovor na to vprašanje. Bonitetne agencije jih na drugi strani ustvarjajo, ker vlagatelji od njih pričakujejo celotno sliko. Zapisal sem jo predvsem, ker se v stroki pojavljajo pozivi o ukinitvi, predvsem Partnoy (2006, 2001) je v številnih primerih zapisal zlorabe, vendar bi ukinitve pomenila dvig vstopne ovire za nove bonitetne agencije glede na to, da si ne morejo ustvariti ugleda in obenem bi pomenila konec poslovanja za tiste bonitetne agencije, ki so principalne pri svojem vedenju ter se financirajo po modelu "vlagatelj plača". Podobno razmišlja Dittrich (2007, str. 113), ki smatra ukinitve nenaročenih bonitetnih ocen kot pretiravanje, ker bi bil tehnično nemogoč obstoj bonitetnih agencij po principu "vlagatelj plača".

### **3.2.3 Relativno merjenje tveganja**

Bonitetne ocene v svoji osnovi izražajo relativno mero tveganja; obveznica z oceno "A" je manj tvegana kot obveznica z oceno "B". Posledično so bolj uspešne pri predvidevanju relativnega

tveganja kot pri predvidevanju absolutnega tveganja prekinitve financiranja obveznosti. Na drugi strani regulacija priznava ugodnosti samo bonitetnim ocenam, ki so v investicijskem razredu, zato je logična bojazen, zakaj ne napihnejo vseh bonitetnih ocen skupaj. Vlagatelji bi imeli koristi zaradi fleksibilnosti pri odločitvah, izdajatelji bi imeli nižje stroške zadolževanja, bonitetne agencije bi pa lahko dobile še večje plačilo, da bi ovrednoteni vrednostni papirji bolje kotirali na trgu in bili bolj likvidni (Hill, 2004, str. 77–78).

Še večjo skrb predstavlja dejstvo, da dokler je vrstni red ovrednotenih vrednostnih papirjev pravilen, ob tem, da najbolj kakovostni vrednostni papirji redko propadejo, finančni trgi ne bi opazili razlike in ugled bonitetnih agencij ne bi utrpel velike škode. Vlagatelji pričakujejo spremembe pri absolutnem tveganju, vendar ne bi opazili razlike, če bi naraslo, ker je vrstni red pravilen, zato bi kvečjemu naraslo absolutno tveganje posameznih bonitetnih kategorij (Dittrich, 2007, str. 127). Obstaja torej pomembna povezava, da večja kot je regulativna vrednost bonitetne ocene, večjo iniciativo imajo bonitetne agencije za napihovanje bonitetnih ocen.

### ***3.3 Vpliv bonitetnih ocen na finančno nestabilnost***

#### **3.3.1 Procikličnost**

Bonitetne agencije običajno ne spreminjajo bonitetnih ocen nenadoma, kar je posledica pristopa "skozi cikel"<sup>17</sup> (angl. *through-the-cycle approach*). Bonitetne ocene so namenjene merjenju verjetnosti prekinitve financiranja obveznosti skozi daljši časovni horizont investiranja, zato niso obremenjene s kratkoročnimi spremembami tržnih vrednosti. Na takšen način omejujejo nevarnosti<sup>18</sup>, ki izhajajo iz (tekočih) tržnih trendov (Löffler 2004, str. 719; MDS 2010, str. 90). V principu naj bi pristop "skozi cikel" v času visokega kreditnega tveganja odražal nadpovprečne bonitetne ocene, v času nizkega kreditnega tveganja pa podpovprečne bonitetne ocene. Logika, ki ustvarja stabilizacijski učinek, izhaja iz predpostavke, da se prekomerno kreditno krčenje in širjenje v končni fazi razvodenita (Dittrich 2007, str. 105).

Sunkovit padec bonitetne ocene pa se lahko zgodi v situaciji, ko je gospodarstvo na meji cikla. V takšnem primeru je nižanje bonitetne ocene verjetno posledica temeljitega premisleka (princip pristopa "skozi cikel"), vendar naključno sovпада z gospodarskim ciklom, zato je razumljiva percepcija nižanja kot pretiravanje bonitetnih agencij. To dejansko pomeni, da v času visokega kreditnega tveganja sledijo nizke bonitetne ocene in v času nizkega kreditnega tveganja visoke bonitetne ocene. To bi bilo v nasprotju s principom pristopa "skozi cikel" in bi opredelilo bonitetne ocene kot prociklične.

V literaturi prevladuje večinski konsenz, da bonitetne ocene sledijo gospodarskim ciklom kljub zanašanju na pristop "skozi cikel", vendar je pomembno ob tej točki razlikovati, ali so bonitetne ocene tiste, ki so prociklične in posledično ustvarjajo gospodarske cikle. Za državo je to

---

<sup>17</sup> Bonitetne ocene so, poenostavljeno povedano, osnovane na sposobnosti izdajatelja, da preživi gospodarski cikel.

<sup>18</sup> Nekateri institucionalni vlagatelji bi bili prisiljeni sprejeti neoptimalne odločitve za svoj naložbeni portfelj, zato je pristop "točke v času" (ang. *point-in-time*) neprimeren, ker je bolj obremenjen s kratkoročnimi pojavi.



pomembno spoznanje, ker ustvarja negativen učinek kreditnega krčenja v slabih časih in kreditno širjenje v dobrih časih, ki je osnovano na podlagi nizkih stroškov zadolževanja. Številne empirične raziskave potrjujejo procikličnost bonitetnih ocen – Amato in Furfine (2004) sta potrdila prociklično naravo bonitetnih ocen, ki je (zaskrbljujoče) še posebej prisotna za bonitetne ocene investicijskega razreda. Kräussl (2003) je ugotovil prociklične učinke bonitetnih ocen (kar se ujema s primerom Koreje – glej Tabela 3 v poglavju 2.3.) v azijski krizi od leta 1997 do 1998.

Na primeru grške dolžniške krize in sunkovitega padca bonitetne ocene je razvidno, kakšen negativen učinek ima lahko prociklična lastnost. Priliv (vročega) denarja v času nizkega kreditnega tveganja na račun nizkih stroškov zadolževanja omogoča kreditno širjenje, ki se po padcu bonitetne ocene spremeni v kreditno krčenje zaradi naraščajočih stroškov zadolževanja. V konkretnem primeru je posledično terjala kompletno spremembo fizionomije delovanja evroobmočja. Razumljivo je, da takšno vedenje na dolgi rok za bonitetne agencije ni vzdržno, ker uničuje ugled, zato je res, da procikličnost omejeno vpliva na finančno stabilnost, vendar je narava procikličnosti lahko tako uničujoča za državo, da je vreden pomislek, če si zasluži regulativno lastnost, ki ji jo pripisuje Basel.

Bonitetne agencije se zavedajo omejitev pristopa "skozi cikel" in kako bi lahko škodovale ugledu na dolgi rok, zato ustvarjajo nove metodologije, katerih kriterij bo temeljil na podlagi pristopa "skozi krizo" (angl. *through-the-crisis*) namesto pristopa "skoz cikel". S&P že implementira takšen pristop v novem kriteriju za kreditno stabilnost, ki uporablja hipotetične stresne scenarije za kalibriranje kriterija čez različne sektorje in čas. Vsak scenarij je namenjen točno določeni stopnji bonitetne ocene in odraža stopnjo stresa, ki jo lahko prenese izdajatelj; npr. bonitetna ocena "AAA" bi morala prenesti vse stresne scenarije brez resnih groženj o prekinitvi financiranja obveznosti. Temeljna razlika je v tem, da pristop "skozi krizo" omogoča vpliv stresnih scenarijev na fundamentalne spremenljivke. Namen pristopa "skozi krizo" je torej, da postane bonitetna ocena merilo tveganja, ki je pogojeno z uresničitvijo ekstremnih scenarijev, za razliko od pristopa "skozi cikel", ki je pogojen s kontinuiteto tekoče makroekonomske situacije (MDS, 2010, str. 91). Treba je tudi poudariti, da se država ne more zaščititi pred takšnim pojavom, razen če se vmeša v izdelavo same metodologije (Dittrich 2007, str. 106).

### **3.3.2 Sprožilci spremembe bonitetne ocene**

Bonitetne ocene se pogosto uporabljajo v pogodbenih določbah; pri posojilnih pogodbah so še posebej prisotne, zato je naslednja lastnost bolj pravno-tehnična kot ekonomska, vendar ima neposredne ekonomske učinke. Na podlagi bonitetnih klavzul so posojilodajalci (vlagatelji) upravičeni ob spremembi bonitetne ocene izdajatelja vrednostnega papirja izvajati določene pravice in sprejeti posebne ukrepe. Sprememba bonitetne ocene aktivira pogodbeno določila, zato se imenujejo sprožilci spremembe bonitetne ocene (angl. *rating triggers*). Namenjeni so zaščititi vlagateljev pred propadajočo kreditno kakovostjo in težavami, ki izhajajo iz asimetrije informacij. Obenem sprožilci ustrezajo tudi izdajateljem, ker v zameno pridobijo nižjo zahtevano obrestno mero, ki definira stroške zadolževanja. Sprožilci so namenjeni zaščititi vlagateljev,

vendar na način, kako delujejo, lahko povzročijo likvidnostno krizo in prispevajo k uresničitvi ekstremnih scenarijev, kot so stečaji (ECB 2004, str. 12–15).

Sprožilci lahko povzročijo negativne posledice, ker znižanje bonitetne ocene pomeni poslabšanje kreditne kakovosti in nalaganje dodatnih obveznosti, ki jih upravičujejo sprožilci, še dodatno poslabšajo finančno izhodišče izdajatelja. Zvišajo se stroški zadolževanja zaradi padca bonitetne ocene, sprožilci pa lahko pospešijo poslabšanje kreditne kakovosti oziroma pritiskajo na izdajatelja, ko je že tako v težkem položaju. Padec bonitetne ocene v takšni situaciji pahne izdajatelja v negativno finančno spiralo, ker so sprožilci vračunani *ex ante*. Posebno na kratek rok obstaja veliko tveganje krize likvidnosti, ki lahko vodi do nesolventnosti, zaradi dodatnih obveznosti od sprožilcev, zato se jih povezuje z učinki kreditnega prepada (angl. *credit cliff effect*). V zloglasnem primeru Enrona so bili sprožilci tisti, ki so pospešili propad kreditne kakovosti (Moody's, 2001, december) in ustvarili omenjeni učinek kreditnega prepada. Bonitetne agencije razumejo naravo sprožilcev, zato ga štejejo kot enega od dejavnikov tveganja (Moody's Investor Service, 2002).

Poleg likvidnostnega tveganja obstaja še strukturno tveganje (angl. *structural risk*), ki je povezano s sprožilci. Likvidnostne težave enega izdajatelja bi se lahko prenesle na druge izdajatelje, če so tesno finančno povezani in uporabljajo širok spekter sprožilcev. Dittrich (2007, str. 107) je podal primerno primerjavo s teorijo množičnega dvigovanja sredstev depoziterjev iz banke (angl. *bank run*); strukturno tveganje bi se odrazilo kot učinek domin, kjer bi lahko bili izločeni nekateri izdajatelji – postali bi nesolventni. Transparentnost in popolno razkritje sprožilcev ublažijo težave, ker so vidne vse morebitne možnosti razpleta dogodkov (ECB 2004, str. 15). Transparentnost je pomembna, ker kljub temu da izdajatelji dobijo boljše pogoje zadolževanja na račun sprožilcev, lahko pade njihova tržna vrednost zaradi spoznanja o morebitnih obveznostih od sprožilcev v primeru padca bonitetne ocene.

### 3.3.3 Podobnost metodologij

Moody's in S&P uporabljata pri izdelavi bonitetnih ocen podobne metodologije, kar posledično vodi do visoke korelacije med bonitetnimi ocenami (Cantor & Pecker, 1996). V določenih primerih so časovne spremembe bonitetnih ocen tako blizu ena drugi, da postaja vprašljivo neodvisno delovanje. Tabela 2 iz drugega poglavja prikazuje takšen primer pri bonitetni oceni Koreje, kjer sta S&P in Moody's na isti dan znižali napihnjeno bonitetno oceno; podobno ugotavljata Radelet in Sachs (1998, str. 65), ki trdita, da so bonitetne agencije (S&P in Moody's) v času azijske krize izražale podobno vedenje, ko so nižale bonitetne ocene prepozno in v podobnem časovnem okvirju.

Težave, ki izhajajo iz takšne situacije, škodujejo informacijski vrednosti bonitetne ocene. Obenem zavirajo razpršitev informacij, ker se vsaka boji narediti prvi korak. Logika, ki poganja strah, izhaja iz predpostavke, da je relativna dobrobit manjša od izgube, ki jo lahko utрпи, če sprejme napačno odločitev o spremembi bonitetne ocene. S takšnega vidika je najbolj smotrno, da S&P, Moody's in Fitch sodelujejo med seboj preko prebiranja in upoštevanja objavljenih

mnenj, ker na takšen način ne izgubijo ugleda relativno ena do druge. Takšno vedenje predstavlja strukturno tveganje in v času kriz je iniciativa za sledenje in podobno vedenje bonitetnih agencij visoka (Kuhner, 2001, str. 20). Paradoksalno je mehanizem ugleda najmanj učinkovit takrat, ko je najbolj potreben (McNamara & Valeer, str. 699).

Finančni trgi bi bolje delovali, če bi imeli na razpolago bonitetne ocene različnih stopenj. Grundmann in Kerber (2001, str. 274–275) sta opredelila "heterogenost" bonitetnih ocen kot "resnično negotovost", ki izhaja iz fundamentalnih dejavnikov. Mehanizem ugleda jim omogoča podobno vedenje vendar jih tudi omejuje, ker v primeru, da bi ena sledila drugi, ki je sprejela slabo odločitev, bi obe izgubili ugled.

## **4 Smernice razvoja regulacije bonitetnih agencij**

Zadnje poglavje je namenjeno regulaciji bonitetnih agencij in odgovoru na vprašanje, ali je obstoječa regulacija zmožna odpraviti problem napihnjene bonitetne ocene. Preveril bom njeno regulativno vrednost v sodobni regulaciji in primerjal pristop regulatorjev na ravni ZDA z regulatorji na ravni EU. Podal bom lastno oceno primernosti regulacije za odpravo problema napihnjene bonitetne ocene in preveril alternativne standarde za merjenje kreditne kakovosti.

### **4.1 Okrepljena regulativna uporaba bonitetnih ocen**

V tem poglavju se bom posvetil regulativni uporabi bonitetnih ocen in preveril, kakšno vrednost ji daje Baselski komite za bančni nadzor (BCBS). BCBS ustvarja predpise delovanja za banke in finančne institucije, zato mi bo ugotovitev o dejanski regulativni vrednosti bonitetne ocene pomagala odgovoriti na vprašanje o sposobnosti regulacije bonitetnih agencij, da odpravi problem napihnjene bonitetne ocene in zagotovi boljšo kakovost.

#### **4.1.1 Basel I**

Delovanje BCBS sega nazaj v leto 1974 in njen osnovni namen je pospeševanje stabilnosti v globalnem finančnem svetu. Z določitvijo minimalnih kapitalskih zahtev si odbor BCBS prizadeva izenačiti pogoje za bančne ustanove po svetu, ki jih je prvič strnil v svojem Soglasju o kapitalu (angl. *Capital Accord*) leta 1988, imenovanem Basel I. Razdeljen je na tri široka področja: splošne kapitalske zahteve, komponente primerne regulativnega kapitala in uteži za posamezne naložbe. Bonitetne ocene imajo postransko vlogo v njem. Najde se jih v povezavi z ocenjevanjem uteži za vrednostne papirje držav<sup>19</sup>, ki so izven OECD, in pri ABS transakcijah se uporabljajo za zagotavljanje primerne kreditne zaščite za nadrejeno tranšo (angl. *senior tranche*) in razporejanje ostalih tranš.

---

<sup>19</sup> Npr. 20-odstotna utež se pripisuje islamskim komercialnim zapisom (ang. *comercial paper*) in srednjeročnim vrednostnim papirjem (ang. *medium term note*), ki morajo biti ocenjeni s strani priznanih bonitetnih agencij kot "AAA".

## 4.1.2 Basel II

Basel I ni bil kos novim oblikam poslovanja, zato so se po azijski krizi leta 1998 pri BCBS lotili obsežne predelave. Izkazalo se je, da zahtevanih 8 odstotkov minimalnih kapitalskih rezerv ne prinaša stabilnosti v poslovanje, ker ne razlikuje različnih tveganosti naložb. Novi dogovor, Dogovor o kapitalu (angl. *Capital Accord*), je bil izdan leta 2006 in je sestavljen iz treh stebrov: prvi steber – minimalne kapitalске zahteve, drugi steber – regulativni nadzor, in tretji steber – tržna disciplina. Imenovan je kot Basel II in namenjen je prerazporejanju kapitala med bankami in znotraj bank glede na tveganost. Bonitetne ocene imajo vidno vlogo v njem, še posebno v prvem stebru pri izračunu minimalnih kapitalskih zahtev.

BCBS dovoljuje bankam v Basel II, da izbirajo med dvema pristopoma pri izračunu minimalnih kapitalskih zahtev za kreditno tveganje. Lahko se zanesejo na lastne metodologije ocenjevanja kreditnega tveganja, znane kot pristop IRB (angl. *Internal Rating Based approach*), ali na ocenjevanje kreditnega tveganja s strani zunanjih bonitetnih agencij (angl. *External Credit Assessment Institutions - ECAI*), ki je znano kot standardiziran pristop (angl. *standardised approach*). Temeljna razlika med Basel I in Basel II je, da standardiziran pristop prinaša večjo občutljivost k merjenju kreditnega tveganja – različne uteži so pripisane različnim tipom naložb (angl. *Risk weight asset – RWA*). Bonitetne ocene torej služijo kot zunanja ocenitev kreditnega tveganja in od njih je posledično odvisna stopnja rezerv. Iz tabele 4 je razvidna bistvena razlika; Basel I nudi preprosto razlikovanje med OECD in ostalimi izdajatelji za izračun potrebnih kapitalskih rezerv, medtem ko Basel II prinaša večje razlikovanje kreditnega tveganja s pomočjo RWA.

Tabela 4: Porazdelitev RWA glede na bonitetno oceno pri Basel II in Basel I

Portfelj	Basel II (standardiziran pristop)							Basel I	
	AAA do AA-	A+ do A-	BBB+ do BBB-	BB+ do BB-	B+ do B-	Pod B-	Neocenjen	OECD	Izven OECD
Podjetja	20%	50%	100%	100%	150%	150%	100%	100%	100%
Banke	Opcija 1	20%	50%	100%	100%	150%	100%	DR	DR
	DR	20%	50%	50%	100%	100%	150%	50%	20%
	Opcija 2	KR	20%	20%	20%	50%	50%	150%	20%
Države	0%	20%	50%	100%	100%	150%	100%	0%	100%

Legenda: DR se nanaša na dolgi rok, KR pa na kratki rok.

Vir: BCBS, *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, 2004.

Standardiziran pristop prinaša boljše razlikovanje med naložbami za natančnejši izračun kapitalskih rezerv, vendar ima svoje pomanjkljivosti, ker niso vse bonitetne ocene za določen instrument ali izdajatelja enake. Moody's, S&P in Fitch lahko podelijo različne bonitetne ocene za določenega izdajatelja, ki si želi najboljšo možno (glej "ratings shopping" v poglavju 3.2.1. konflikt interesov) in od bonitetne ocene je odvisna količina predpisanih kapitalskih rezerv. V

povezavi z napihnjeno bonitetno oceno pridobi pomanjkljivost dodatno razsežnost, ker so potrebne nižje kapitalske rezerve kot v resnici – sunkovit padec v povezavi s sprožilci spremembe bonitetne ocene lahko povzroči nevzdržno situacijo za izdajatelja in terja likvidnostno krizo ali v najhujšem scenariju nesolventnost. Bonitetne agencije so po raziskavah načeloma bolj naklonjene domačim izdajateljem – tistim, ki delujejo tam, kjer imajo bonitetne agencije sedež (Roy, 2005).

Bonitetne ocene so uporabljene v regulativne namene predvsem zaradi strukturnih koristi, medtem ko so posamezni izdajatelji in vlagatelji prisiljeni nositi stroške njene neuspešnosti (Dittrich 2007, str. 127). V številnih študijah se je izkazalo, da RWA, ki so odvisne od bonitetnih ocen, niso natančno predpisane. BCBS jih določa na podlagi 20-letnega povprečja kumulativne mere prekinitve financiranja obveznosti (angl. *Cumulative default rates*), ki jih je vzel od S&P in Moody's, ker enostavno nobena druga bonitetna agencija ni bila zmožna podati takšnih informacij v tako dolgem časovnem obdobju. Treba je zapisati, da ne obstaja mehanizem, ki bi posodabljal posamezne RWA in jih prilagajal dejanskim razmeram (Roy, 2005). Problem je predvsem v tem, da mera prekinitve financiranja obveznosti ni konsistentna skozi zgodovino, ampak se spreminja.

### **4.1.3 Basel III**

Basel III je bil ustvarjen kot odziv na nedavno gospodarsko finančno krizo in podobno kot Basel I tudi Basel II ni bil kos novim oblikam poslovanja. Obenem se je zrušila doktrina, da se trgi lahko sami regulirajo, zato se vrača nazaj h klasičnim bančnim poslom in večji regulativi (ZBS, 2011). Bonitetne ocene imajo kljub negativnim učinkom še vedno pomembno vlogo v njem, ker se uporabljajo pri globalnih standardih likvidnosti – količnik likvidnostnega tveganja (angl. *liquidity coverage ratio* – LCR) in količnik neto stabilnih virov financiranja (angl. *net stable funding ratio* – NSFR). LCR je kratkoročne narave, medtem ko je NSFR dolgoročne narave.

LCR je namenjen pospeševanju odpornosti bank in bančnih institucij na potencialne likvidnostne težave v 30-dnevnem časovnem horizontu. Ustvarjen je, da zagotovi globalnim bankam zadostno količino neobremenjenih visoko kakovostnih sredstev, da lahko zadostijo vsem neto odlivom denarnega toka v akutnem kratkoročnem stresnem scenariju – sunkovit padec bonitetne ocene institucije je zajet v scenariju (BCBS 2011a, str. 9). Bonitetne ocene se uporabljajo pri določanju sredstev prve stopnje (angl. *level 1*) in druge stopnje (angl. *level 2*) pri LCR (BCBS 2011b, str. 9).

NSFR je ustvarjen, da omeji zanašanje na kratkoročno financiranje v času visoke tržne likvidnosti, in spodbudi boljše ocenjevanje likvidnostnega tveganja bilančnih in zunajbilančnih postavk. Količnik od bank zahteva minimalno količino stabilnih virov financiranja relativno do njihovega likvidnostnega profila sredstev. Bonitetne ocene se uporabljajo pri določanju uteži nekaterih komponent NSFR in za določanje potrebne lividnosti pri sprožilcih bonitetne ocene (BCBS 2011b, str. 9).

RWA in bonitetne ocene imajo pomembno vlogo tudi v Basel III, kar še vedno omogoča bankam visok finančni vzvod, ker bodo banke zopet odvajale rezerve glede na RWA, ki so odvisne od bonitetnih ocen. Visoke bonitetne ocene pomenijo nizko stopnjo RWA in nizke kapitalske rezerve. Npr. za državne obveznice "AA" bankam ni treba odvesti rezerv; grška bonitetna ocena je bila pred sunkovitim padcem ocenjena le en bonitetni razred nižje "A+".

Basel III, ki zahteva popolno implementacijo LCR do leta 2015, in NSFR do leta 2018, se kljub negativnim izkušnjam iz finančne krize še vedno zanaša na bonitetne ocene. Kiff je mnenja (iMF direct, 2010), da se morajo finančni trgi prenehati zanašati na bonitetne ocene in odpraviti "mehanski pristop" v pravilih in regulaciji, ki prihaja z njimi. Dodaja, da bi bilo treba videti bonitetne ocene kot enega od številnih orodij za upravljanje s tveganji.

BCBS spodbuja banke pri izdelavi notranjih metodologij za vrednotenje kreditnega tveganja in išče možnosti za zmanjšanje zanašanja na bonitetne ocene. Predvsem daje poudarek preusmerjanju pozornosti bank k lastnim metodologijam merjenja kreditnega tveganja in izpostavljenosti pri strukturiranih finančnih proizvodih, zato so v Basel III vključili ključne elemente iz Kodeksa osnovnih načel ravnanja za bonitetne agencije (angl. *Code of conduct* – Kodeks IOSCO) Mednarodnega združenja nadzornikov trga vrednostnih papirjev (angl. *International Organization of Securities Commissions* – IOSCO), da bi ustvarili standard za bonitetne ocene, ki jih banke uporabljajo pri izračunu kapitalskih zahtev.

Iz Kodeksa IOSCO je vključen člen o procesu prepoznavnosti (angl. *recognition proces*) ECAI, ki nalaga regulatorjem nalogo, da izvajajo neprestan monitoring nad ECAI, če ustrezajo kriterijem za prepoznavnost. Bonitetne ocene so lahko uporabljene le od ECAI, ki so odobrene s strani regulatorjev in morajo biti javno dostopne vsem brez plačila. Banke si lahko torej izberejo le eno od ECAI in so prisiljene konsistentno uporabljati bonitetne ocene za vsako od terjatev. Na takšen način si BCBS prizadeva izničiti pojav kupovanja ocen in onemogočiti oportunistično vedenje. Banke praviloma morajo uporabljati naročene bonitetne ocene od ECAI, vendar regulatorji izjemoma lahko pustijo bankam uporabljati nenaročene bonitetne ocene, če so prepričani, da se kakovost ne razlikuje bistveno od tistih, ki so naročene. V primeru potrjenega suma, da ECAI uporabljajo nenaročene bonitetne ocene kot pritisk na izdajatelje, da se odločijo za nakup, lahko regulatorji bonitetni agenciji odvzamejo uradno prepoznavnost.

Podrobnejši pregled odnosa med baselskimi različicami in vlogo bonitetnih ocen v njih me vodi do zaključka, da Basel III kljub poudarjanju pomembnosti nadaljnjega razvoja IRB pristopa še vedno sloni v veliki meri na RWA in bonitetne ocene, kar dejansko pomeni da je okrepljen regulativni pomen bonitetne ocene, kljub negativnim izkušnjam iz finančne krize in krize evroobmočja. Zaskrbljujoč je poudarek na naročenih bonitetnih ocenah, ker se na takšen način lahko dvignejo vstopne ovire za ostale bonitetne agencije, ki si želijo uradne prepoznavnosti in obenem se krepi pomen modela "izdajatelj plača", ki se je izkazal za jedro konflikta interesov.

## 4.2 Sodobna regulacija bonitetnih agencij

### 4.2.1 Na ravni ZDA

Regulativna uporaba bonitetnih ocen ni novost, ker njihova uporaba v regulaciji sega nazaj v trideseta leta dvajsetega stoletja, kjer so se bančni regulatorji v Združenih državah Amerike zanašali na bonitetne ocene za določitev kreditnega tveganja bančnih sredstev. Ameriška agencija za nadzor nad trgom vrednostnih papirjev (angl. *Securities Exchange Commission* – SEC) je spoznala uporabnost bonitetnih ocen, zato jih je leta 1975 vključila v regulacijo<sup>20</sup> z namenom tehtanja tveganosti posameznih vrednostnih papirjev za določitev kapitalskih rezerv – podobno kot standardiziran pristop pri Basel II in Basel III. Bistvena sprememba v delovanju bonitetnih agencij (od leta 1975 naprej) ni vključitev bonitetnih ocen v regulacijo, ampak podelitev uradne prepoznavnosti s strani SEC, t. i. nacionalne priznane statistične bonitetne organizacije (angl. *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* – NRSRO) – podobno kot ECAI pri Basel. Kot zanimivost lahko zapišem, da se je v istem letu (1975) po finančnem zlomu železnic Penn Central spremenil model prihodkov bonitetnih agencij v "izdajatelj plača". Status NRSRO je ustvarjen z namenom, da zagotovi regulativno uporabo bonitetnih ocen, ki je zanesljiva in kredibilna za vlagatelje, zato ni regulacija sama po sebi ampak bolj priznavanje njenega statusa (angl. *designation*). Po mnenju mnogih avtorjev (Pinto 2008, Partnoy 2006) so NRSRO<sup>21</sup> bonitetne agencije pridobile prednost pred ostalimi konkurenti ravno zaradi regulativne uporabe bonitetnih ocen in statusa NRSRO.

Finančni škandali Enron in Worldcom v letih 2001 in 2002 so ustvarili vsesplošni dvom o pristnosti bonitetnih agencij in zanesljivosti regulativne uporabe bonitetnih ocen, zato je ameriški kongres naročil preiskavo. Ustvarjen je bil Sarbanes – Oxley Act leta 2002, ki je zahteval od SEC, da razišče vlogo bonitetnih agencij na trgih vrednostnih papirjev. SEC je opravil raziskavo in prišel do zaskrbljujočih ugotovitev. Komisija je ugotovila, da obstajajo potencialni konflikti interesov, domnevno nekonkurenčno in nepošteno prakso, potreben je neprestan nadzor, potrebno je zmanjšanje vstopnih ovir za nove konkurente in izboljšanje toka informacij. Komisija je šibke točke bonitetnih agencij v raziskavi dobro razjasnila, vendar se ni opredelila do oblike reguliranja bonitetnih agencij. Osredotočila se je na implementacijo določil iz Kodeksa IOSCO in prostovoljen nadzor nad bonitetnimi agencijami.

Ameriški kongres je v kasnejšem obdobju ugodil zahtevam SEC, ki je potrebovala večja pooblastila za učinkovitejši nadzor in regulacijo. Posledično je bil sprejet Credit Rating Agency Reform Act, v katerem je podana uradna definicija za NRSRO, in je namenjen reguliranju bonitetnih agencij na takšen način, da se finančni škandali (kot sta Enron in Worldcom) ne bi ponovili več. SEC je pridobil večjo nadzorno moč in standardiziral se je proces za registracijo NRSRO. Vmešavanje v metodologijo ali proceduro ocenjevanja je SEC-u prepovedano, vendar je zadolžen, da preverja, ali se NRSRO vedejo tako, kot so zapisali v svojih metodologijah – zapisane so pri aplikaciji za NRSRO, katere drži SEC v svoji dokumentaciji. S sprejetim zakonom

<sup>20</sup> Njihova uporaba je zajeta v pravilu "čistega kapitala" (ang. *net capital rule*) - Exchange Act 15c3-1.

<sup>21</sup> SEC je podelil desetim bonitetnim agencijam status NRSRO.

niso odpravili jedro problema, ki je inherenten v delovanju bonitetnih agencij – konflikta interesov, ker model prihodkov "izdajatelj plača" ostaja nespremenjen. Bonitetne agencije so prisiljene razkriti ukrepe SEC-u, kako se borijo proti konfliktom interesov. Uspeh takšnega pristopa k regulaciji je optimistično zastavljen, ker je odvisen od transparentnosti bonitetnih agencij in zadovoljive stopnje tržne racionalnosti (Lynch, 2010). Ironično je stopil v veljavo junija 2007, ko je izbruhnila hipotekarna kriza v Ameriki, v kateri so bonitetne ocene odigrale zgodovinsko vlogo pri strukturiranih finančnih instrumentih in dokazale lahkomišelnost regulatorjev.

Ameriška finančna kriza je podala negativen odgovor na vprašanje, ali je samoregulacija na podlagi Kodeksa IOSCO uspešna (v Prilogi 6 je strnjeno bistvo Kodeksa IOSCO in njegova pomembnost za samoregulacijo bonitetnih agencij). Ameriški kongres je razumel neuspešno vlogo bonitetnih agencij, zato je bil sprejet trenutno veljavni Dodd – Frank Act (Dodd – Frank), ki pogloblja mehanizme (iz Credit Agency Reform Act) za reguliranje bonitetnih agencij in dodaja številne nove zahteve za NRSRO. SEC izvaja neposreden nadzor nad registriranimi NRSRO in zahteva povečano transparentnost od bonitetnih agencij. Obvezane so izdati lastne metodologije ocenjevanja, na podlagi katerih SEC ocenjuje uspešnost bonitetnih ocen. Pooblastila od SEC so precejšnja, saj lahko izbriše NRSRO iz registra, če ugotovi nepravilnosti oziroma neuspešne bonitetne ocene. Velik poudarek je namenjen reševanju konflikta interesov, vendar model "izdajatelj plača" ostaja zopet nespremenjen.

Dodd – Frank zaokrožuje prevladujoči konsenz v ameriški stroki, da je treba zmanjšati regulativni pomen bonitetnih ocen, zato od SEC in ostalih regulatorjev zahteva, da ustvarijo alternativne standarde za merjenje kreditne kakovosti – v primerjavi z Basel III se Dodd – Frank umika stran od uporabe bonitetnih ocen v regulativne namene. Finančna kriza je pustila za seboj ogromno nejasnosti o delovanju bonitetnih agencij, zato je SEC dolžna opraviti številne študije<sup>22</sup>, da bi se lahko odpravile nejasnosti in izboljšalo delovanje bonitetnih agencij v prihodnosti. Kupovanje ocen s strani izdajateljev je izrecno prepovedano, vendar SEC še ni pojasnila podrobnosti mehanizma, kako preprečuje pojav – Basel III prepoveduje vlagateljem izbiranje bonitetnih ocen med bonitetnimi agencijami, ko so že sprejeli odločitev za določeno bonitetno oceno.

Škoda vlagateljev ob finančni krizi je bila neizmerna, zato Dodd – Frank prinaša nove razsežnosti, ker so bonitetne agencije lahko civilno odgovorne<sup>23</sup> za svoje malomarno početje. Prvi amandma ameriške ustave je ščitil bonitetne agencije pred tožbami vlagateljev, vendar so sedaj podvržene t. i. ekspertni odgovornosti (angl. *expert liability*). Bonitetne agencije so za izdana poročila enako odgovorna kot računovodske hiše ali borzni analitiki, kar je zapisano pod "Rule 436(g)". Pred Dodd – Frank so bile bonitetne agencije izvzete iz omenjenega pravila, vendar ni še popolnoma jasna usoda civilne odgovornosti bonitetnih agencij v prihodnosti, ker se pripravlja nov zakonski osnutek, ki bi obnovil stanje pred Dodd – Frank (Lindsey & Stocker, 2011). Na drugi strani je

---

<sup>22</sup> Posebnega pomena so študije vrednotenja strukturiranih finančnih proizvodov in konflikta interesov, ki izhaja iz "izdajatelj plača" in "vlagatelj plača". Področje spodbujanja bonitetnih agencij je tudi predmet proučevanja SEC kot ustanovitev neodvisne organizacije, ki bi prevzela pooblastila od SEC in izvajala nadzor, ker so predvsem nejasne implikacije učinkov na kakovost bonitetnih ocen (MDS 2010, str. 96).

<sup>23</sup> Zakonodajca naslavlja predvsem problematiko ekspertne odgovornosti in da prepoved vpletanja regulatorjev v vsebino bonitetnih ocen ni podlaga za obrambo pred prevarami.



jasna negativna povezava s finančnimi inovacijami, ker bi se bonitetnim agencijam najverjetneje upiralo izdajati bonitetne ocene za najnovejše finančne produkte. Povečana civilna odgovornost postavlja tudi višjo vstopno oviro za ostale bonitetne agencije in zmanjšuje konkurenco v industriji bonitetnih ocen, kar je v nasprotju z željami kongresa o okrepitvi konkurence (Dechert, 2010).

#### 4.2.2 Na ravni EU

Na ravni EU se lahko regulacijo bonitetnih agencij preprosto razdeli na obdobje pred finančno krizo in po njej. Pred finančno krizo je finančni škandal Enron sprožil razpravo v evropskem parlamentu o regulaciji bonitetnih agencij. Evropska komisija (angl. European Commission) je pooblastila odbor evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje (angl. Committee of European Securities Regulators – CESR), da opravi raziskavo in poda priporočila o primernem načinu regulacije. Tehnična priporočila od CESR so evropsko komisijo decembra leta 2005 prepričala, da ni potrebna posebna oblika regulacije, ampak so zadostna določila IOSCO Kodeksa in direktiva o kapitalskih zahtevah Basel II. Posledično je obveljala samoregulacija na podlagi IOSCO Kodeksa in naziv ECAI po Basel II. Poleg direktive o kapitalskih zahtevah so na ravni EU za bonitetne agencije še pomembni direktiva o zlorabi trga (angl. *Market Abuse Directive* - MAD<sup>24</sup>) in direktiva o trgu finančnih instrumentov (angl. *Markets in Financial Instruments Directive* – MiFID<sup>25</sup>).

Finančna kriza je upravičila dvom skepticizma o samoregulaciji bonitetnih agencij tudi na ravni EU. Evropska komisija je zadalžila CESR, da opravi temeljito raziskavo in poda poročilo o vpletenosti bonitetnih agencij v finančni krizi evropskemu parlamentu. CESR (2008, str. 8) je v svojem poročilu drzno zapisal, da oblika regulacije bonitetnih agencij ni imela nikakršne zveze s finančno krizo, ki je prerasla v globalno finančno krizo, kar posredno pomeni, da bonitetne ocene niso imele nikakršne vloge. V poročilu so izpostavili IOSCO Kodeks kot minimalni standard za delovanje bonitetnih agencij in poudarili potrebo po neodvisni organizaciji, ki bi izvajala monitoring nad bonitetnimi agencijami in razkrila tiste, ki ne dosegajo minimalnih standardov delovanja (angl. *name and shame*).

Podobno zadalžitev od evropskega parlamenta je prejel Jacques de Larosiere. Skupina Larosiere je februarja 2009 izdala poročilo, v katerem je izpostavila splošni problem visokih finančnih vzvodov, ki vodijo v dolgoročno nevzdržnost, in predlagala vzpostavitev globalnih finančnih standardov, ki bodo izpeljani preko MDS, Foruma za finančno stabilnost (FSF), Basel komiteja in G20 procesov. V poročilu je zapisana kritika na račun napihnjenih bonitetnih ocen pri strukturiranih finančnih instrumentih, kjer visoka bonitetna ocena izenači tveganje strukturiranega finančnega instrumenta v očeh vlagateljev z bonitetnimi ocenami državnih obveznic ali

---

<sup>24</sup> Klasificirana je kot direktiva evropske komisije 2003/125/EC in je namenjena preprečevanju trgovanja z notranjimi informacijami in preprečitvi tržne manipulacije, zato so bonitetne agencije dolžne ustvariti lastne politike in postopke, da dosežejo želeni cilj direktive. Dolžne so tudi razkriti vse morebitne konflikte interesov v zvezi s finančnimi instrumenti in izdajatelji.

<sup>25</sup> Direktiva se nanaša na postranske storitve (ang. *ancillary services*) ob izdaji bonitetnih ocen, kjer morajo bonitetne agencije pridobiti dovoljenje za izvajanje svetovanja izdajateljem.

korporativnih obveznic, ki pa imajo manjšo donosnost. V očeh vlagateljev je prišlo do popačene percepcije kreditnega tveganja in ob višji donosnosti so se zatekli k vrednostnim papirjem, ki so bili relativno bolj tvegani. Obenem je regulativna narava bonitetne ocene tista, ki povzroči zanašanje vlagateljev na morebitne napihnjene bonitetne ocene, ker izkazujejo nizko tveganje ob relativno visokih donosih. Skupina Larosiere je neuspešnost bonitetnih ocen pripisala podcenjevanju verjetnosti nezmožnosti plačila izdajateljev, kar izhaja iz pomanjkljive metodologije vrednotenja. Dodali so, da v modelu bonitetnih agencij obstaja vrsta konfliktov interesov, ki ob modelu "izdajatelj plača" prinašajo škodljive posledice (De Larosiere Group, 2009).

Primerjava rezultatov raziskav med CESR in skupino Larosiere kaže na podobne zaključke, s to razliko, da CESR predlaga regulacijo bonitetnih agencij v skrajnem primeru, ko se neodvisna organizacija izkaže za nepopolno rešitev, medtem ko skupina Larosiere zagovarja trdo regulacijo, da bi vlagatelji lahko uporabljali neodvisne, objektivne in kakovostne bonitetne ocene. Nasprotnega mnenja so pri strokovni skupini za evropske trge vrednostnih papirjev (angl. European Securities Markets Expert Group – ESME), kjer trdijo, da regulacija ne pripomore k izboljšanju delovanja bonitetnih agencij, ravno nasprotno, lahko bi delovala še bolj negativno. Popolna regulacija bi povrnila ugled bonitetnih agencij, ki je bil zlomljen po finančni krizi, in vlagatelji bi lahko upravičeno šteli bonitetne ocene kot nekakšno uradno (jamstvo) potrdilo, kar je po njihovem mnenju absurdno. ESME je mnenja (Role of Credit Rating Agencies 2008, str. 22), da bi bilo nesmotrno pričakovati od regulatorjev, da bodo lahko regulirali bonitetne agencije do potankosti, zato je rešitev v odpravi nepravilnosti, ki ležijo v delovanju bonitetnih agencij. Morebitne koristi od regulacije ne bi presegle stroškov, ki prihajajo z njo, zato je boljša usmeritev k izpopolnjevanju modela samoregulacije in nižanje vstopnih ovir za vse ostale bonitetne agencije z namenom povečanja konkurence.

Rezultat vseh raziskav in priporočil je bila 5. maja 2009 sprejeta Uredba št. 1060/2009 EU o bonitetnih agencijah (Uredba) v evropskem parlamentu, ki opredeljuje regulacijo bonitetnih agencij na ravni EU. Vsebina Uredbe je tesno povezana s Kodeksom IOSCO, s to razliko, da so določbe sedaj pravno zavezujoče. Nekatero določbo so dobesedno prepisane, medtem ko so druge v celoti izpuščene, kar pomeni, da je vloga Kodeksa IOSCO postala nejasna na ravni EU (Utzig, 2010). V Uredbi (Uredba št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah, 2009, L 302/8, Člen 3) je zapisano, da regulacija ni namenjena temu, da zamenja uveljavljen način priznavanja bonitetnih agencij, ampak da lahko bonitetne agencije ECAI zaprosijo za registracijo v skladu s to uredbo. ECB (Mnenje ECB z dne 21. april 2009, C115/5) je izrazila skrb o podvajanju postopkov, ker se lahko sistem ECAI po Basel II in III ter sistem registracije po Uredbi prekrivata. Štet bi se moralo, da zahteve po objektivnosti, neodvisnosti, nenehnem preverjanju, preglednosti in razkritju, povezane z metodologijo za dodeljevanje bonitetnih ocen, že izpolnjujejo tiste bonitetne agencije, ki so registrirane po predlagani uredbi (Mnenje ECB o bonitetnih agencijah, 2009, C115/5). Poudarili so ravno nasprotno od določil Uredbe, da bi bilo treba jasno opredeliti, da registracija bonitetne agencije po Uredbi predstavlja pogoj za primernost ECAI.

Registracija je obvezna za bonitetne agencije, ki želijo izdajati bonitetne ocene na ravni EU in je glavni predpogoj za regulativno uporabo bonitetnih ocen. Uredba je skonstruirana tako (v Prilogi 7 so zajete bistvene spremembe), da se poskuša izničiti škodljive posledice konfliktov interesov, zato so med ostalim postranske storitve svetovanja prepovedane. Okrepljena je transparentnost, ker so bonitetne agencije dolžne razkriti bistvene informacije, ki zadevajo bonitetne ocene. Določila Uredba so precej konzervativno zastavljena, ker je npr. bonitetnim agencijam prepovedano vrednotenje finančnih instrumentov, za katere se lahko zaključi pomanjkljivost podatkov. Obenem so prisiljene ustvariti notranje kontrole, ki jamčijo kakovost bonitetnih ocen (MDS 2010, str. 96).

ECB je mnenja, da bi bilo bolje za bonitetne agencije, če bi se oklepale metodologij, ki poleg kvantitavnega pristopa upoštevajo tudi kvalitativni, ker se po mnenju ECB lahko sklepa, da je metodologija sestavljena predvsem iz kvantitativnega pristopa in ne upošteva kvalitativnih informacij, kot so informacije, pridobljene v stikih z vodstvom in zaposlenimi na operativni ravni (Mnenje ECB z dne 21. april 2009, C115/3). Kakovost bonitetnih ocen bi se v povprečju verjetno izboljšala, vendar bi se ob upoštevanju kvalitativnih informacij takšne narave razširilo tudi škodljivo področje konflikta interesov. Na drugi strani se strinjam s poudarki ECB, da bi bilo optimalno zastaviti Uredbo tako, da bi upoštevala primerno raven vključitve<sup>26</sup> Eurosistema (Mnenje ECB z dne 2009, C115/6). Utzig (2010, str. 18) je mnenja, da kljub sprejeti Uredbi ostajajo številna vprašanja nerešena zaradi omejenosti določil – pomanjkanje konkurence med bonitetnimi agencijami, pomanjkanje eksplicitne odgovornosti in problem procikličnosti bonitetnih ocen ostaja nedotaknjen.

Pooblastila za nadzor nad bonitetnimi agencijami so po določilih Uredbe podeljena CESR, vendar je evropska komisija junija 2010 z odločitvijo o reformi Uredbe preusmerila tok regulacije v centralizirano obliko nadzora nad bonitetnimi agencijami v novem finančnem sistemu nadzora. Izvor novega finančnega nadzora je poročilo skupine Larosiere, ki predlaga "makro-bonitetni nadzor" in "mikro-bonitetni nadzor" (glej Prilogo 7, Slika 9). Bonitetne agencije so tako prva institucija, ki je podvržena centraliziranemu nadzoru na ravni EU.

Stopnja konkurence na ravni EU kot na ravni ZDA je zaskrbljujoča. Evropska komisija je zaključila, da je na trgu bonitetnih agencij prevelika koncentracija, zato bi povečanje konkurence prineslo pozitiven doprinos. Eden od predlogov za rešitev koncentracije je ustanovitev Evropske bonitetne agencije, katerega Evropska komisija še vedno proučuje (Sporočilo za javnost, 2010, 3. junij). Evropska bonitetna agencija bi se po mnenju Willis (Willis 2010, 4. maj) lahko razlikovala po svoji orientiranosti, ker bi se osredotočala na vzdržnost gospodarstva na kratek rok. Dodaja, da škodljive posledice sunkovitega padca napihnjene bonitetne ocene Grčije dajejo čedalje večjo možnost k njeni ustanovitvi, vendar je potrebno idejo o Evropski bonitetni agenciji kljub vsemu primerjati s ciljem okrepitve konkurence na oligopolnem trgu. Pri popolni konkurenci so izboljšave in kakovost proizvoda posledica konkurence, zato je razumljiva potreba po povečanju stopnje konkurence, vendar kljub vsemu je Evropska bonitetna agencija nepopolna

---

<sup>26</sup> ECB predlaga, da se v Uredbi uvedejo možnosti, podobne tistim v okviru Skupnosti za izmenjavo informacij med pristojnimi organi in centralnimi bankami ESCB.

rešitev. Utzig (2010, str. 12) potrjuje stališče z argumentom, da bi Evropsko bonitetno agencijo uravnavala in ščitila regulacija, kar ni najboljši način za spodbujanje močne konkurence na trgu. Sarkastično dodaja, da predstava o tem, da bi takšna bonitetna agencija izdajala boljše bonitetne ocene, temelji na nerazumevanju vloge in funkcije bonitetnih agencij na splošno.

#### **4.2.3 Primerjava regulacije na ravni ZDA in EU**

Dittrich (2007, str. 133) je opravil primerjavo regulacije bonitetnih agencij na ravni ZDA in EU pred finančno krizo na osnovi petih kriterijev (glej Prilogo 8, Tabela 10): uporaba bonitetnih ocen v regulaciji, konkurenca, uradna prepoznavnost, civilna odgovornost in metoda implementacije. Iz primerjave na ravni EU je razvidno, da so se pred nastankom finančne krize zanašali na regulativno uporabo bonitetnih ocen v skladu z Basel II in imeli neutralno stališče do okrepitve konkurence na trgu bonitetnih agencij. Za bonitetne agencije, ki so želele izdajati bonitetne ocene v regulativne namene, so uporabili proces imenovanja (ang. *designation*) in v splošnem so bile zaščitene pred civilno odgovornostjo. Metoda implementacije regulacije na ravni EU je bila za bonitetne agencije samoregulacija. Na drugi strani so se regulatorji na ravni ZDA zanašali na (splošno) regulativno uporabo bonitetnih ocen in imeli željo po okrepitvi konkurence. Za regulativno uporabo bonitetnih ocen so bonitetne agencije morale iti skozi proces registracije in prvi amandma ameriške ustave jih na splošno ščiti pred civilno odgovornostjo, čeprav so stremeli k okrepitvi civilne odgovornosti. Metoda implementacije regulacije na ravni ZDA je bil neposreden nadzor.

Uničujoče posledice finančne krize so bile tako dramatične, da so bili regulatorji prisiljeni ukrepati. Iz Tabele 5 je razvidna smer, ki so jo ubrali regulatorji na ravni ZDA in EU. Regulatorji na ravni EU krepijo regulativni pomen bonitetnih ocen v skladu z Basel III, medtem ko se na ravni ZDA v skladu z Dodd – Frank regulatorji umikajo stran od regulativne uporabe bonitetnih ocen. Na obeh ravneh si želijo povečati konkurenco na trgu bonitetnih agencij, vendar se pomanjkanja konkurence lotevajo na obeh ravneh na svoj način. Na ravni EU so regulatorji mnenja, da bi lahko bila Evropska bonitetna agencija rešitev, na ravni ZDA pa si želijo okrepiti konkurenco s poenostavljenimi postopki registracije in z ustvarjanjem okolja za bonitetne agencije. V ZDA so bonitetne agencije civilno odgovorne, medtem ko so na ravni EU določila v Uredbi pravno zavezujoča, še vedno ni točno jasno, v kolikšni meri – na splošno si želijo še večje civilne odgovornosti. Regulatorji na obeh ravneh zahtevajo registracijo bonitetnih agencij za izdajo bonitetnih ocen v regulativne namene in uporabljajo neposreden nadzor za metodo implementacije regulacije.

*Tabela 5: Primerjava sodobne regulacije bonitetnih agencij na ravni EU in ZDA na osnovi petih kriterijev*

	EU	ZDA
<b>Regulativna uporaba bonitetnih ocen</b>	<b>Okrepitev regulativne uporabe bonitetnih ocen (Basel III)</b>	<b>Iskanje in ustvarjanje alternativnih standardov za merjenje kreditne kakovosti</b>
<b>Konkurenca</b>	<b>Okrepitev konkurence in morebitna ustanovitev Evropske bonitetne agencije</b>	<b>Okrepitev konkurence z ustvarjanjem okolja za bonitetne agencije</b>
<b>Uradna prepoznavnost</b>	<b>Registracija</b>	<b>Registracija</b>
<b>Civilna odgovornost</b>	<b>Nagnjenost k civilni odgovornosti</b>	<b>Civilno odgovorne</b>
<b>Metoda implementacije</b>	<b>Neposreden nadzor</b>	<b>Neposreden nadzor</b>

V zadnjih petih letih od nastanka hipotekarne krize v ZDA in nastanka finančne krize lahko zapišem, da so bile velike spremembe na področju regulacije bonitetnih agencij. Če primerjam primerjavo Dittricha z lastno, ki je pet let starejša, lahko zapišem da so regulatorji na ravni EU naredili bistven korak naprej k regulaciji bonitetnih agencij. Spremenili so proces imenovanja v proces registracije za bonitetne agencije in uveljavili neposreden nadzor nad bonitetnimi agencijami preko ESMA. Želijo si okrepiti konkurenco na trgu bonitetnih agencij in jih štejejo za civilno odgovorne, čeprav še vedno niso natančno določena pravila, kako se bo dejansko izvajalo v praksi. Na drugi strani so regulatorji iz ZDA spoznali uničujočo naravo (napihnenih) bonitetnih ocen iz finančne krize pri strukturiranih finančnih proizvodih, zato so dali ogromen poudarek razvoju alternativnih standardov za merjenje kreditne kakovosti. Vse ostalo po omenjenih kriterijih primerjave ostaja na ravni ZDA nepremenjeno. Lahko bi, gledano za nazaj, zapisal, da je regulatorjem v ZDA finančni škandal Enron obrnil pozornost na nepopolnost bonitetnih ocen, ki se je pokazala v svetli luči pri finančni krizi. Spoznali so, da regulativna uporaba bonitetnih ocen enostavno ni najboljša rešitev, zato poudarjajo razvoj alternativnih standardov. Bonitetne agencije bodo morale v prihodnosti slediti kakovosti predvsem zaradi povečanih zahtev po transparentnosti, ker jim regulator lahko odvzame status priznanih bonitetnih agencij, kar zmanjša regulativno uporabo bonitetnih ocen, in ker se počasi v regulaciji poskuša opustiti uporabo bonitetnih ocen, zato bodo morale dokazati njihovo nesporno uporabnost pri finančnih trgih, kar jim bo uspelo preko ugleda, ki ga prinese kakovost.

### **4.3 Ocena primernosti regulacije**

Vprašanje odprave napihnjene bonitetne ocene je predvsem vprašanje zagotavljanja kakovosti bonitetne ocene, zato je pomembno preveriti, kako obstoječa regulacija na ravni ZDA in EU rešuje kritična področja bonitetnih agencij in skupen vpliv na finančno nestabilnost.

Na obeh ravneh lahko vidimo večji poudarek na transparentnosti bonitetnih agencij, kar ugodno vpliva na zmanjšanje informacijskega tveganja. Večje potrebe po razkritju postopkov bonitetnih agencij bodo omogočale boljšo primerjavo z ostalimi tržnimi ugotovitvami in posledično prinesle bolj kakovostno oceno kreditnega tveganja. Analitične ovire ostajajo problem predvsem, ker manjkajo orodja, s katerimi lahko vlagatelji preverijo bonitetno oceno, vendar so bonitetne agencije omejene z manipuliranjem spremembe stopnje bonitetne ocene, ker regulatorji preverjajo uspešnost bonitetnih ocen na podlagi njihovih metodologij. Regulatorji težko rešujejo problem motiviranja bonitetnih agencij, ker lahko bonitetne agencije s svojim analitičnim znanjem vedno ustvarijo nove produkte, ki omogočajo svetovanje o bonitetnih ocenah, zato jim bo izziv v prihodnosti ustvariti jasno ločnico, ki bo preprečevala združevanje nezdružljivih funkcij izdajanja bonitetne ocene in svetovanja o njej. Na ravni EU so naredili v tej smeri korak naprej in prepovedali postranske storitve svetovanja, medtem ko se na ravni ZDA vse bolj naslanjajo na ukinitvev uporabe bonitetnih ocen v regulativne namene. Na takšen način si prizadevajo zmanjšati povpraševanje po bonitetnih ocenah, posledično bodo morale bonitetne agencije slediti kakovosti.

Konflikt interesov, ki izhaja iz modela "izdajatelj plača", ostaja v splošnem nerešeno vprašanje, kar izredno negativno vpliva na zmanjšanje odstopanja bonitetne ocene skozi čas. Regulatorji na ravni EU in ZDA so mnenja, da razširjene zahteve po razkritju obstoječih in potencialnih konfliktov interesov lahko odpravijo škodljive učinke, ki se kažejo pri problemu napihnjene bonitetne ocene. Dokler bodo izdajatelji tisti, ki plačujejo za bonitetne ocene, ki so v osnovi namenjene vlagateljem, lahko pričakujemo nadaljevanje problema napihnjenih bonitetnih ocen in nastanek kriz tudi v prihodnosti.

Treba je poudariti, da je večja stopnja konkurence na trgu bonitetnih agencij izredno zaželena, vendar se na ravni EU vedejo ravno nasprotno, ker podpirajo izključno uporabo bonitetnih ocen, ki jih izdajajo ECAI. Takšen način znižuje pomen nenaročenih bonitetnih ocen, kar je slabo za konkurenco predvsem iz dveh razlogov. Prvi razlog je zviševanje vstopnih ovir za nove konkurente, ker se ne morejo dokazati tržnim udeležencem drugače, kot da se borijo za status ECAI, medtem ko bi bilo bolje, da uporabljajo nenaročene bonitetne ocene, ki jih lahko trg sprejme ali zavrže. Drugi razlog je nadaljevanje financiranja bonitetnih agencij po modelu "izdajatelj plača", kar krepi konflikt interesov na eni strani, na drugi strani pa onemogoča delovanje bonitetnim agencijam, ki sledijo modelu "vlagatelj plača". Boljša izbira za pospeševanje konkurenčnosti bi bila ravno obratna rešitev, ki spodbuja uporabo nenaročenih bonitetnih ocen, vendar samo od tistih bonitetnih agencij, ki sledijo modelu "vlagatelj plača".

Procikličnost bonitetnih ocen ostaja še vedno prisoten dejavnik. Konflikt interesov in regulativna uporaba bonitetnih ocen sta glavna razloga za nadaljnjo prisotnost omenjene lastnosti bonitetne ocene. V Basel III so ravno zato ustvarili proticiklične kapitalske rezerve (angl. *counter-cyclical capital buffer*), katerih namen je izničiti negativne učinke procikličnosti. Potrebno je tudi poudariti pozitiven napredek s strani bonitetne agencije S&P, ker se prilagaja z novim pristopom k merjenju tveganja (skozi krizo). Povečane zahteve po transparentnosti bodo opozorile vlagatelje o morebitnih sprožilcih bonitetnih ocen, zato da lahko sami presodijo o tveganosti

naložb, kar lahko ugodno vpliva na kakovost bonitetnih ocen zaradi uravnoveženih pričakovanj vlagateljev.

Samoregulacija bonitetnih agencij se je s finančno krizo izkazala kot nezadostna, zato je regulacija bonitetnih agencij potrebna predvsem zato, ker je okrepljena regulativna vrednost bonitetne ocene. Določeni koraki so bili narejeni v smeri izboljšanja delovanja bonitetnih agencij, vendar konflikt interesov na osnovi modela "izdajatelj plača" ter nezdržljivi funkciji izdajanja bonitetnih ocen in svetovanja o njej ostajata še vedno prisotna. Predvsem zaradi teh dveh razlogov lahko pričakujemo v prihodnosti podobne primere odstopanja bonitetne ocene, ki se bodo manifestirale kot strmi padci napihnenih bonitetnih ocen, ki lahko vodijo v krizo. Večji nadzor z obvezno registracijo bo zvišal vstopne ovire za nove konkurente in dejansko okrepil položaj treh največjih na trgu (S&P, Moody's in Fitch). Finančna kriza je povzročila ogromno škodo ugledu bonitetnih agencij in povzročila splošno nezaupanje v sam instrument bonitetne ocene, vendar so regulatorji z ukrepi dejansko povrnili ugled samim bonitetnim agencijam nazaj, ne da bi odpravili glavni vzrok odstopanj bonitetnih ocen (konflikt interesov).

#### ***4.4 Alternativni standardi za merjenje kreditne kakovosti***

BCBS kljub ugotovitvam iz finančne krize še vedno računa na bonitetne ocene za regulativne namene, kar je razumljivo, če upoštevamo strukturne koristi, ki prihajajo z njimi. Na ravni EU so sprejetjem Basel III potrdili uporabo bonitetnih ocen v regulativne namene tudi v prihodnosti. Na ravni ZDA se umikajo stran od regulativne uporabe bonitetnih ocen, zato želim zadnje strani diplomskega dela posvetiti alternativnim standardom merjenja kreditne kakovosti, ki bi lahko morda v prihodnosti zamenjale bonitetne ocene.

Pritisk oškodovane javnosti na regulatorje v ZDA, da prepovejo regulativno uporabo bonitetnih ocen, ni edini primer, kjer se poziva k njeni splošni ukinitvi iz regulacije, vendar se postavlja vprašanje, katera bi bila primerna zamenjava. Eden od predlogov je bil, da bi ECB opravljala vrednotenje deželnega tveganja, vendar bi se ob tem pojavilo področje konflikta interesov, ker je ECB vlagatelj (vrednostnih papirjev) in bi posledično neizbežno postala deležna političnega pritiska. Osnovna naloga ECB je stabilnost finančnega sistema, ki bi bila ob nalogah bonitetne agencije podvržena številnim resnim težavam, zato ECB (2011, str. 7) ostaja trdno prepričana, da ne sme izvajati nalog bonitetnih agencij.

Alternativa bonitetnim ocenam bi lahko bile tržne mere kreditnega tveganja, kot sta pribitek nad donosnostjo referenčnih obveznic (angl. *bond yields* - BY) ali zamenjave kreditnega tveganja (angl. *credit default swaps* – CDS). V svoji osnovi izražata tržne odzive na spremembe v kreditni kakovosti in dinamiko ponudbe in povpraševanja, zato so veliko bolj volatilna mera kreditne kakovosti kot bonitetne ocene, kar pomeni, da so ranljive na špekulativne namene in so bolj kratkoročno usmerjene. Bonitetne ocene so namenjene dolgoročnim vlagateljem, zato se ne ozirajo na kratkoročne spremembe, ampak sledijo fundamentalnim dejavnikom.

BY in CDS imajo svojo informacijsko vrednost, vendar so tržne vrednosti finančnih instrumentov lahko podvržene manipulaciji. Lahko so podvržene vplivom dejavnikov, ki izhajajo iz netransparentnih trgov (angl. *opaque markets*), črednega nagona, nelikvidnosti, različnih strategij vlaganja in asimetrije informacij. Logika, ki poganja BY in CDS kot alternativo bonitetnim agencijam, izhaja iz zaupanja v hipotezo o učinkovitosti finančnih trgov (angl. *efficient market hypothesis*), ki pravi da so vse relevantne informacije vgrajene v ceni, vendar se je izkazalo, da lahko prikazujejo lažne predstave o prekinitivi financiranja obveznosti (angl. *false positive on default*). V primerjavi z bonitetnimi ocenami so BY in CDS po definiciji bolj volatilne mere kreditnega tveganja, zato niso primerne za regulativno uporabo (House of Lords, 2011). Ostalih predlogov, ki bi lahko nadomestili bonitetne ocene v regulaciji, zaenkrat še ni mogoče zaslediti v literaturi.

## SKLEP

Bonitetne ocene so izredno močno finančno analitično orodje, ki v današnjem globalnem svetu nima substituta. Njihova informacijska vrednost izhaja iz fundamentalnih dejavnikov, ki niso obremenjeni s kratkoročnimi pojavi in zasledujejo dolgoročni okvir za merjenje kreditne kakovosti. Teoretično blažijo asimetrijo informacij na trgu in pomagajo pri zbliževanju izdajateljev z vlagatelji, vendar obstajajo omejitve, s katerimi se soočajo bonitetne agencije, ki praktično onemogočajo njen namen. Obstaja še določeno škodljivo vedenje bonitetnih agencij, ki v kombinaciji z omejitvami lahko vodi do resnega vpliva na finančno nestabilnost.

Na primeru grške dolžniške krize javnih financ in sunkovitega padca bonitetne ocene sem raziskal, kakšne negativne posledice ima lahko napihnjena bonitetna ocena ne samo za posamezno državo, ampak preko "spillover effects" tudi na ostale, ki so povezane z njo. Prociklično naravo bonitetne ocene napaja težavnost motiviranja bonitetnih agencij, ker posedujejo vrhunsko analitično znanje, ki ga lahko vedno uporabijo v novih produktih. Nezdržljivost funkcij izdajanja bonitetnih ocen kot svetovanja je glavni vir problema motiviranja bonitetnih agencij. Poleg tega je neodpravljen škodljiv vpliv konflikta interesov pri bonitetnih agencijah, ki izhaja iz modela "izdajatelj plača", ter je glavni vzrok za procikličnost bonitetnih ocen. Ob regulativni vrednosti, ki ji pripisuje regulacija zlasti na ravni EU, lahko pričakujemo podobne težave tudi v prihodnosti, ker osnovne pomanjkljivosti kljub okrepljeni regulaciji bonitetnih agencij niso bile odpravljene. Obstaja še pomanjkanje mehanizma za spreminjanje metodologije bonitetne ocene deželnega tveganja, kar me vodi do zaključka, da bodo naslednje vitalne spremembe pri načinu ocenjevanja kreditne kakovosti nastopile šele po naslednji krizi.

Bonitetne ocene so namenjene vlagateljem, čeprav za njih še vedno plačujejo izdajatelji, kar pomeni, da bodo neposredno vplivali na sam proces podelitve bonitetne ocene tudi v prihodnosti. Škodljive posledice finančne krize so uničile ugled bonitetnih agencij, ki je vitalnega pomena za njihov obstoj. Regulatorji so pod pritiskom oškodovane javnosti dejansko nezasluženo povrnili ugled bonitetnim agencijam glede na to, da niso odpravili omenjenih pomanjkljivosti. Samoregulacija se je izkazala za nezadostno obliko reguliranja, zato bo v prihodnosti zanimiv



razvoj kakovosti bonitetnih ocen, ker se na ravni ZDA umikajo stran od njene regulativne uporabe za razliko od EU.

Konkurenca je nujna, če želimo doživeti kakovostne bonitetne ocene v prihodnosti. Regulatorji kljub prizadevanju za okrepitev konkurence na trgu bonitetnih agencij so z vsemi zahtevami dejansko zvišali vstopne ovire za nove konkurente, kar kaže na nadaljevanje oligopolne ureditve trga bonitetnih agencij, kar je slabo za bodočo kakovost bonitetnih ocen. Civilna odgovornost bonitetnih agencij še vedno obstaja neuresničena želja, saj obstaja veliko nejasnosti glede njene dejanske implementacije. Kot sklep lahko zapišem, da so napihnjene bonitetne ocene predvsem posledica vedenja bonitetnih agencij, ki v kombinaciji s splošnimi omejitvami negativno vpliva na kakovost bonitetnih ocen. Obstoječa regulacija bonitetnih agencij je pripomogla k večji kakovosti predvsem zaradi razširjenih zahtev po transparentnosti, vendar ni odpravila glavnih pomanjkljivosti, kar pomeni, da obstaja velika verjetnost, da bomo tudi v prihodnosti videli problem napihnjenih bonitetnih ocen in njihovih uničujočih strmih padcev.

## LITERATURA IN VIRI

1. Aizenman, J., Hutchinson, M. M., & Jinjark, Y. (2011, september). What is the risk of European sovereign debt defaults? Fiscal space, CDS spreads and market pricing of risk. Najdeno na spletnem naslovu [http://www.nber.org/papers/w17407.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w17407.pdf?new_window=1)
2. Altman, E., Caouette, J., B., Narayanan, P., & Nimmo, R. (2008). *Managing Credit Risk: The Great Challenge for the Global Financial Markets* (2. izdaja). New York: Wiley
3. Altman, E., I., Bharath, S. T., & Saunders, A. (2002). Credit ratings and the BIS capital adequacy reform agenda. *Journal of Banking and Finance*, 26(5), 909–921.
4. Altman, E., I., & Saunders, A. (2001). An analysis and critique of the BIS proposal on capital adequacy and ratings. *Journal of Banking and Finance*, 25(1), 25–46.
5. Amato, J., D., & Furfine, C., H. (2004). Are Credit Ratings Procyclical? *Journal of Banking & Finance*, 28(11), 2641-2677.
6. Bank of Greece. (b.l.). Non-residents Direct Investment in Greece by sector of economic activity. Najdeno 15. junija 2012 na spletnem naslovu [http://www.bankofgreece.gr/BogDocumentEn/FDI\\_HOME\\_BY\\_ACTIVITY.xls](http://www.bankofgreece.gr/BogDocumentEn/FDI_HOME_BY_ACTIVITY.xls)
7. Bank of Greece. (b.l.). Non-residents Direct Investment Abroad by sector of economic activity. Najdeno 15. junija 2012 na spletnem naslovu [http://www.bankofgreece.gr/BogDocumentEn/FDI\\_ABROAD\\_BY\\_ACTIVITY.xls](http://www.bankofgreece.gr/BogDocumentEn/FDI_ABROAD_BY_ACTIVITY.xls)
8. Bhatia, A. (2002). Sovereign Credit Ratings Methodology: An Evaluation. Najdeno na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02170.pdf>
9. BCBS. (2011a, julij). Basel III framework for liquidity - Frequently asked questions. Najdeno na spletnem naslovu <http://www.bis.org/publ/bcbs199.pdf>
10. BCBS. (2011b, junij). Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems. Najdeno na spletnem naslovu <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>
11. BCBS. (2004). International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards. Najdeno na spletnem naslovu <http://www.bis.org/publ/bcbs107.pdf>
12. Bernheim, B., D. (1988). Budget Deficits and the Balance of Trade. V Summers, L., *Tax Policy and the Economy: Volume 2*, 1–32. Najdeno na spletnem naslovu <http://www.nber.org/chapters/c10935.pdf>
13. Bloomstein, H. (b.l.). Public Debt Management and Sovereign Risk during the Worst Financial Crisis on Record: Experience and Lessons from the OECD Area. Najdeno na spletnem naslovu [http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/Resources/468980-1238442914363/5969985-1295539401520/9780821384831\\_ch18.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/Resources/468980-1238442914363/5969985-1295539401520/9780821384831_ch18.pdf)
14. Canuto, O., Porto, P., & Santos, P. (2004, januar). Macroeconomics and Sovereign Risk Ratings. Najdeno na spletnem naslovu <http://blogs.sciences-po.fr/recherche-predictions/files/2010/12/Macroeconomics-and-Sovereign-Risk.pdf>
15. Cantor, R., & Packer, F. (1996, oktober). Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, str. 37–54.

16. Cantor, R., & Packer, F. (1995, junij). Sovereign Credit Ratings. *Federal Reserve of New York, Current Issues in economics and finance*, 1(3), 2–6.
17. Cantor, R., & Pecker, F. (1994, poletje/jesen). The Credit Rating Industry. *Federal Reserve Bank of New York quarterly review*, 19(2), 1–26.
18. Cantwell, J. (1998, november). Managing Credit Ratings and Rating Agency Relationships. *Treasury Management Association Journal*, str. 1–22.
19. House of Lords. (2011, maj). Sovereign Credit Ratings: Shooting the Messenger? Oral evidence and associated written evidence. Najdeno na spletnem naslovu <http://www.parliament.uk/documents/lords-committees/eu-sub-com-a/Creditating/CRA%20Corrected%20and%20Evidence%20Final.pdf>
20. Dechert. (2010, avgust). Dodd-Frank Measures Affecting Credit Rating Agencies. *A legal update from Dechert's Finance and Real Estate Group*, 35, str. 1–5. Najdeno na spletnem naslovu [http://www.dechert.com/files/Publication/a13436f7-0b13-4101-beed-5f3bb12f8ce0/Presentation/PublicationAttachment/5138a5f5-7e96-4798-91d9-6a089c4edafb/Finance\\_and\\_Real\\_Estate-08-10-35-Dodd-Frank\\_Measures\\_Affecting\\_Credit.pdf](http://www.dechert.com/files/Publication/a13436f7-0b13-4101-beed-5f3bb12f8ce0/Presentation/PublicationAttachment/5138a5f5-7e96-4798-91d9-6a089c4edafb/Finance_and_Real_Estate-08-10-35-Dodd-Frank_Measures_Affecting_Credit.pdf)
21. De Larosiere Group. (2009, februar). The High-Level Group on Financial Supervision in the EU. Najdeno na spletnem naslovu [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf)
22. Dittrich, F. (2007). *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*. Köln: Univesität zu Köln.
23. ECB. (2011, februar). European Commission's Public Consultation on Credit Rating Agencies - Eurosystem Reply. Najdeno na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/ecpublicconsultationcreditratingagenciessystemreplyen.pdf>
24. ECB. (2004). Market Dynamics Associated with Credit Ratings: a literature review. Najdeno na spletni strani <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp16.pdf>
25. Ellis, D., M. (avgust, 1997). *Different Sides of the Same Story: Investors' and Issuers' View of Rating Agencies*. Massachusetts: Babson college.
26. Eurostat. (2008). *Government finance statistics*. Luxemburg: Evropska Unija.
27. Eurostat. (2007). *Government finance statistics*. Luxemburg: Evropska Unija.
28. Eurostat. (b.l.). Real GDP rate. Najdeno 15. junija 2012 na spletnem naslovu <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsieb020&plugin=1>
29. Eurostat. (b.l.). Government revenue, expenditure and main aggregates. Najdeno 15. junija 2012 na spletnem naslovu <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do>
30. Eurostat. (b.l.). Government deficit/surplus, debt and associated data. Najdeno 15. junija 2012 na spletnem naslovu [http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=gov\\_dd\\_edpt1&lang=en](http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=gov_dd_edpt1&lang=en)
31. Form NRSRO Fitch. (b.l.). Application for registration as a nationally recognized statistical rating organization. Najdeno 15. junija na spletnem naslovu [http://www.fitchratings.com/web\\_content/nrsro/nav/NRSRO\\_annual\\_certification\\_2011.pdf](http://www.fitchratings.com/web_content/nrsro/nav/NRSRO_annual_certification_2011.pdf)
32. Form NRSRO Moody's. (b.l.). Application for registration as a nationally recognized statistical rating organization. Najdeno na spletnem naslovu [http://www.moody.com/PublishingImages/MCO/NRSRO\\_Oct\\_Amendment.pdf](http://www.moody.com/PublishingImages/MCO/NRSRO_Oct_Amendment.pdf)

33. Form NRSRO Standard&Poor's. (b.l.). Application for registration as a nationally recognized statistical rating organization. Najdeno 15. junija na spletnem naslovu <http://www.standardandpoors.com/spf/general/1APPFMMay2012npre-BatesStampn.pdf>
34. Fitch Ratings. (2012). Definitions of Ratings and other Forms of Opinion. Najdeno na spletnem naslovu [http://www.fitchratings.com/web\\_content/ratings/fitch\\_ratings\\_definitions\\_and\\_scales.pdf](http://www.fitchratings.com/web_content/ratings/fitch_ratings_definitions_and_scales.pdf)
35. Fitch Ratings. (2011, 23. marec). Fitch Ratings Sovereign 2010 Transition and Default Study. Najdeno na spletnem naslovu [http://www.naic.org/documents/committees\\_e\\_capad\\_vos\\_c1\\_factor\\_review\\_sg\\_related\\_docs\\_fitch\\_sovereigns.pdf](http://www.naic.org/documents/committees_e_capad_vos_c1_factor_review_sg_related_docs_fitch_sovereigns.pdf)
36. Grundmann, S., & Kerber, W. (2001). Information Intermediaries and Party Autonomy - The Example of Securities and Insurance Markets. V Grundmann, S., Kerber, W., & Weatherill, S. *Party Autonomy and the Role of Information in The Internal Market* (str. 264–310). Berlin: de Gruyter.
37. Gärtner, M., Jung, F., & Griesbach, B. (2011). *PIGS or Lambs? The European Sovereign Debt Crisis and the Role of Rating Agencies*. St. Gallen: University of St. Gallen.
38. Hill, A. (2004). Regulating the Rating Agencies. *Washington University Law Quarterly*, 82, 42–95.
39. Kiff, J., (2010). End the Credit Rating Addiction. *IMFdirect*. Najdeno na spletnem naslovu <http://blog-imfdirect.imf.org/2010/09/30/end-the-credit-rating-addiction/>
40. Kräussl, R. (2003). Do Credit Rating Agencies Add to the Dynamics of Emerging Market Crises? Najdeno na spletnem naslovu [http://www.ifk-cfs.de/papers/03\\_18.pdf](http://www.ifk-cfs.de/papers/03_18.pdf).
41. Kuhner, C. (2001). Financial Rating Agencies: Are They Credible? - Insights into the Reporting Incentives of Rating Agencies in times of Enhanced Systemic Risk. *Schmalenbach Business Review*, 53, 2–26.
42. Lindsey, L., & Stocker, M. (2011, maj). Are Regulators Retreating From Dodd-Frank? *Institutionalinvestor.com*. Najdeno na spletnem naslovu <http://www.institutionalinvestor.com/Article/2832085/Are-Regulators-Retreating-From-Dodd-Frank.html>
43. Lynch, T. (2010, september). *Deeply and Persistently Coflicted: Credit Rating Agencies in the Current Regulatory Environment*. Bloomington: Indiana University.
44. Löffler, G. (2004). An Anatomy of Rating Through the Cycle. *Journal of Banking & Finance*, 28(3), 695–720.
45. Larrain, G., Maltzan, J., & Reisen, H. (1997). *Emerging Market Risk and Sovereign Credit Ratings*. OECD Development Centre.
46. Langohr, H., & Langohr, P. (2008). *The Rating Agencies and Their Credit Ratings: What They Are, How They Work, and Why They Are Relevant*. Chicester: Wiley.
47. Listokin, Y., & Taibleson, B. (2010, april). If You Misrate, Then You Lose: Improving Credit Rating Accuracy Through Incentive Compensation. Najdeno na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1535514](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1535514)
48. Maltzan, J., & Reisen, H. (1999). Boom and Bust and Sovereign Ratings. OECD Development Centre. Najdeno 10. junija na spletnem naslovu <http://www.oecd.org/dataoecd/38/44/1922795.pdf>
49. Maltzan, J., & Reisen, H. (1998). *Sovereign Credit Ratings, Emerging Market Risk and Financial Market Volatility*. Hamburg: Institut für Wirtschaftsforschung.

50. McNamara, G., & Vaaler, P. (2004). Crisis and Competition in Expert Organizational Decision Making. *Organization Science*, 15 (6): 687–703.
51. MDS. (2005, februar). *Greece: 2004 Article IV Consultation—Staff Report; Staff Supplement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Greece*. Washington: International Monetary Fund.
52. MDS. (2010, 10. oktober). *Global Financial Stability Report: Sovereigns, Funding and Systemic Liquidity*. Washington: International Monetary Fund.
53. Missio, S., & Watzka, S. (2011, september). *Financial Contagion and the European Debt Crisis*. Munich: CESifo.
54. Moody's Investor Service (2011, 30. maj). *Sovereign Default and Recovery Rates, 1983–2010*. Najdeno 10. junija na spletnem naslovu [http://www.naic.org/documents/committees\\_e\\_capad\\_vos\\_c1\\_factor\\_review\\_sg\\_related\\_docs\\_moody\\_sovereign\\_default.pdf](http://www.naic.org/documents/committees_e_capad_vos_c1_factor_review_sg_related_docs_moody_sovereign_default.pdf)
55. Moody's Investor Service (2002, julij). *Moody's Analysis of US Corporate Rating Triggers Heightens Need For Increased Disclosure*.
56. Moody's Investor Service (2001, december). *The Unintended Consequences of Rating Triggers*.
57. Mnenje ECB o bonitetnih agencijah z dne 21. april 2009, o predlogu uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o bonitetnih agencijah. (2009). *Uradni list EU*. Najdeno na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2009:115:0001:0001:SL:PDF>
58. Mnenje ECB z dne 19. novembra 2010, o predlogu uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o spremembi Uredbe (ES) št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah. (2010). *Uradni list EU*. Najdeno na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:337:0001:01:SL:HTML>
59. Mnenje ECB z dne 26. oktobra 2009, o predlogu uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o makrobonitetnem nadzoru finančnega sistema v Skupnosti. (2009). *Uradni list EU*. Najdeno na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2009:270:0001:01:SL:HTML>
60. Mrak, M. (2002). *Mednarodne Finance*. Ljubljana: GV.
61. Mrak, M. (2011, 27. junij). *Grčija dolga v takšni obliki ne more odplačati*. Najdeno na spletnem naslovu <http://www.rtvsllo.si/evropska-unija/mrak-grcija-dolga-v-taksni-obliki-ne-more-odplacati/260718>
62. OECD. (b.l.). Long term interest rates. Najdeno 15. junija 2012 na spletnem naslovu [http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=MEI\\_FIN#](http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=MEI_FIN#)
63. OECD. (b.l.). Balance of payments. Najdeno 15. junija 2012 na spletnem naslovu [http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=MEI\\_BOP#](http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=MEI_BOP#)
64. Partnoy, F. (2001). *The Paradox of Credit Ratings*. San Diego: University of San Diego.
65. Partnoy, F. (2006). *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*. San Diego: University of San Diego.
66. Predlog sprememb Uredbe št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah. (2010, junij). Regulation of the european parliament and of the council. Najdeno na spletnem naslovu [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/agencies/100602\\_proposal\\_sl.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/100602_proposal_sl.pdf)

67. Predlog Uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o bonitetnih agencijah (2008). Komisija Evropskih Skupnosti, november. Najdeno na spletnem naslovu [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/agencies/proposal\\_sl.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/proposal_sl.pdf)
68. Rant, V. (2008, 11. november). Anatomija globalne finančne krize. *Ljubljana: Ekonomska fakulteta*. Najdeno na spletnem naslovu [http://miha.ef.uni-lj.si/\\_dokumenti3plus2/195071/055\\_068\\_PKP\\_08\\_Anatomija.pdf](http://miha.ef.uni-lj.si/_dokumenti3plus2/195071/055_068_PKP_08_Anatomija.pdf)
69. Ribnikar, I. (1998). Deželno in suvereno tveganje. *Bančni vestnik*, 10, 44–46.
70. Radelet, S., & Sachs, J. (1998). The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects. Najdeno na spletnem naslovu <http://www.cid.harvard.edu/archive/hiid/papers/bpeasia.pdf>
71. Roy, P. (2005). Credit ratings and the standardised approach to credit risk in Basel II. Najdeno na spletnem naslovu <http://129.3.20.41/eps/fin/papers/0509/0509014.pdf>
72. Role of Credit Rating Agencies. (2008, junij). ESME's report to the European Commission. Najdeno na spletnem naslovu [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/esme/report\\_040608\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/report_040608_en.pdf)
73. Salmon, F. (2011, 15. avgust). Moody's view of sovereign ratings. *Reuters*. Najdeno na spletnem naslovu <http://blogs.reuters.com/felix-salmon/2011/08/15/moodys-view-of-sovereign-ratings/>
74. Standard&Poor's (2011, 30. junij). Sovereign Government Rating Methodology and Assumptions. Najdeno 10. junija na spletnem naslovu <http://citizentom.files.wordpress.com/2011/08/sovereign-government-rating-methodology-and-assumptions.pdf>
75. Standard&Poor's (3. junij, 2011). Sovereign Rating and Country T&C Assessment Histories. Najdeno 10. junija na spletnem naslovu [http://www.standardandpoors.com/servlet/BlobServer?blobheadername3=MDT-Type&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobheadervalue2=inline%3B+filename%3DSovereignRatingAndCountryTCAssessmentHistories\\_6\\_3\\_11.pdf&blobheadername2=Content-Disposition&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobkey=id&blobheadername1=content-type&blobwhere=1243925060300&blobheadervalue3=UTF-8](http://www.standardandpoors.com/servlet/BlobServer?blobheadername3=MDT-Type&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobheadervalue2=inline%3B+filename%3DSovereignRatingAndCountryTCAssessmentHistories_6_3_11.pdf&blobheadername2=Content-Disposition&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobkey=id&blobheadername1=content-type&blobwhere=1243925060300&blobheadervalue3=UTF-8)
76. Standard&Poor's (2011, 23. februar). Sovereign Defaults And Rating Transition Data, 2010 Update. Najdeno 10. junija na spletnem naslovu [http://www.naic.org/documents/committees\\_e\\_capad\\_vos\\_c1\\_factor\\_review\\_sg\\_related\\_docs\\_sp\\_sovereign\\_defaults.pdf](http://www.naic.org/documents/committees_e_capad_vos_c1_factor_review_sg_related_docs_sp_sovereign_defaults.pdf)
77. Standard&Poor's (19. oktober, 2006). *Sovereign Credit Ratings: A Primer*. Najdeno 10. junija na spletnem naslovu [http://web.bus.ucf.edu/faculty/sborde/file.axd?file=2010%2F11%2FKR\\_sovereign\\_APrimer\\_Eng.pdf](http://web.bus.ucf.edu/faculty/sborde/file.axd?file=2010%2F11%2FKR_sovereign_APrimer_Eng.pdf)
78. Sporočilo za javnost (2010, 3. junij). Improving EU supervision of Credit Rating Agencies - Frequently Asked Questions. Najdeno na spletnem naslovu <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/10/230>
79. Sy, A. (2009). *The systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets*. Najdeno na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09129.pdf>
80. Sy, A. (2003). Rating the rating agencies: Anticipating currency crises or debt crises? Washington: International Monetary Fund.
81. Uredba št. 1060/2009 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. septembra 2009 o bonitetnih agencijah. (2009). *Uradni list EU št. 302/2009*. Najdeno na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:FULL:SL:PDF>

82. U.S. Securities and Exchange Commission (januar, 2011). Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations. Najdeno na spletnem naslovu <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/nrsroannrep0111.pdf>
83. Utzig, S. (2010, januar). *The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective*. Tokyo: Asian Development Bank Institute.
84. Willis, A., (2010, 4. maj). Merkel backs creation of European credit rating agency. *euobserver*. Najdeno na spletnem naslovu <http://euobserver.com/9/30001>
85. White, L. (2010, pomlad). Markets: The Credit Rating Agencies. *Journal of Economic Perspectives*, 24(2), 211–226.
86. ZBS. (2011, september). Varčevanje prebivalstva je pogoj za trdnost bančnega sektorja. Ljubljana: Združenje bank Slovenije. Najdeno na spletnem naslovu <http://www.zbs-giz.si/zdruzenje-bank.asp?StructureId=1001>





## **PRILOGE**



## KAZALO PRILOG

<b>PRILOGA 1 :FUNKCIJE BONITETNIH AGENCIJ IN SEGMENTACIJA TRGA BONITETNIH AGENCIJ ..</b>	<b>1</b>
<b>PRILOGA 2 IZBRANI KAZALCI ZA BONITETNE OCENE DEŽELNEGA TVEGANJA BONITETNIH AGENCIJ MOODY'S, STANDARD&amp;POOR'S IN FITCH .....</b>	<b>2</b>
<b>PRILOGA 3: TAKSONOMIJA BONITETNIH OCEN BONITETNIH AGENCIJ S&amp;P, MOODY'S IN FITCH.....</b>	<b>3</b>
<b>PRILOGA 4: PRIKAZ RELEVANTNIH EKONOMSKIH KAZALCEV ZA GRŠKI PRIMER DOLŽNIŠKE KRIZE JAVNIH FINANC .....</b>	<b>4</b>
<b>PRILOGA 5: JAVNI DOLG IN JAVNOFINANČNI PRIMANJKLJAJI DRŽAV PORTUGALSKE, IRSKE, ITALIJE, GRČIJE IN ŠPANIJE, IZRAŽENO V %BDP ZA OBDOBJE OD LETA 2001 - 2010 .....</b>	<b>8</b>
<b>PRILOGA 6: KODEKS IOSCO, NJEGOVA REVIZIJA IN POMEMBOST ZA RAZVOJ REGULACIJE BONITETNIH AGENCIJ .....</b>	<b>9</b>
<b>PRILOGA 7: BISTVENI ČLENI UREDBE ZA BONITETNE AGENCIJE IN EVROPSKI SISTEM FINANČNIH NADZORNIH ORGANOV .....</b>	<b>10</b>
<b>PRILOGA 8: PRIMERJAVA REGULACIJE BONITETNIH AGENCIJ NA RAVNI ZDA IN EU LETA 2007 .....</b>	<b>12</b>





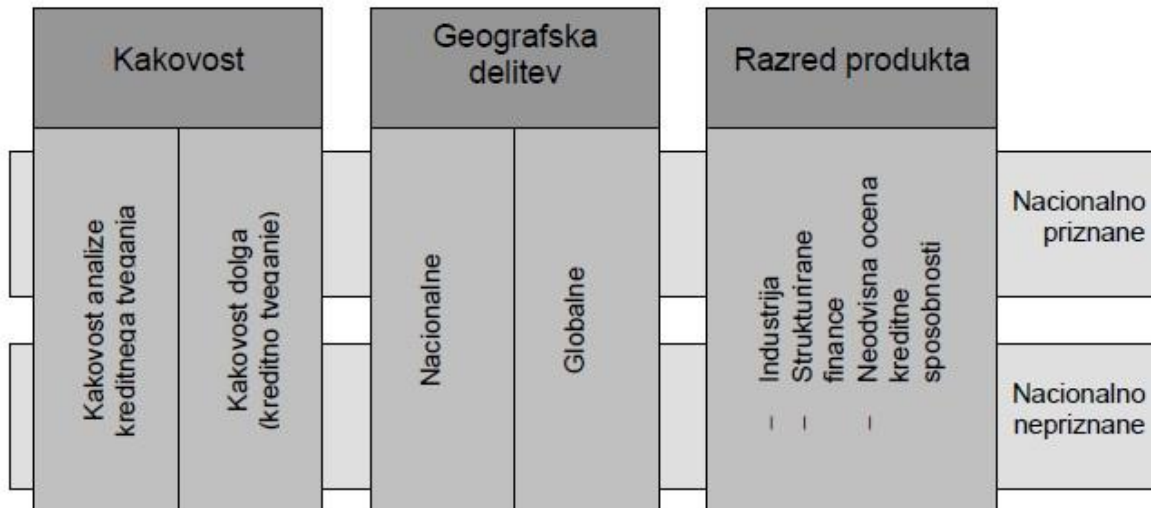
## Priloga 1 :Funkcije bonitetnih agencij in segmentacija trga bonitetnih agencij

Tabela 1: Funkcije bonitetnih agencij

	Izdajatelji	Vlagatelji	Regulatorji
<b>Informacijska Funkcija</b>	Posredovanje informacij: - ustvarjanje informacij - ustvarjanje ugleda		
		ekonomija obsega in ustvarjanje informacij	
	sporočanje zasebnih informacij		
<b>Certifikacijska Funkcija</b>			regulativna uporaba bonitetnih ocen
	upravljanje s tveganji		
<b>Standardizacijska Funkcija</b>	kreditni / naložbeni proces		
		primerljivost tveganja	

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

Slika 1 : Segmentacija trga bonitetnih agencij



Vir: F. Dittrich, *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*, 2007, str 89.

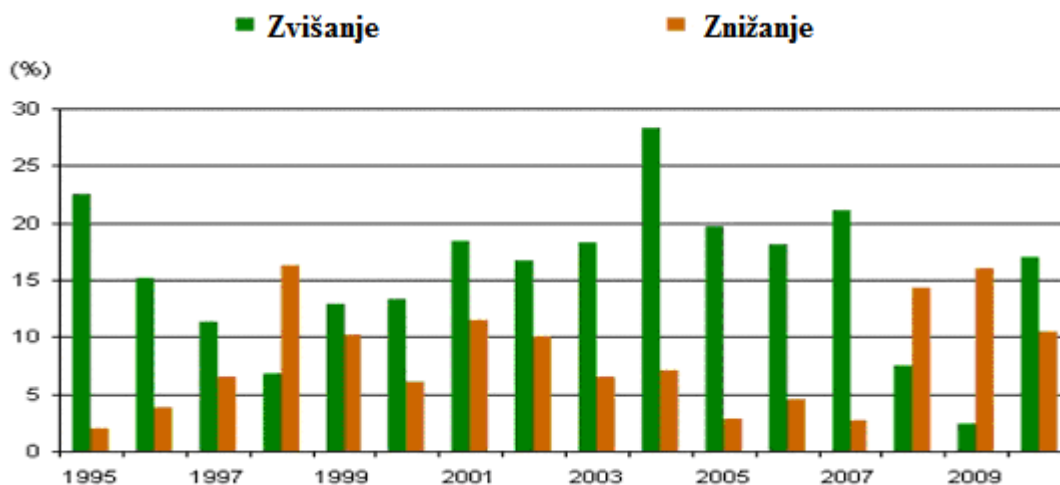
## Priloga 2 Izbrani kazalci za bonitetne ocene deželnega tveganja bonitetnih agencij Moody's, Standard&Poor's in Fitch

Tabela 2: Razporeditev bonitetnih ocen deželnega tveganja Moody's v danem letu po posameznih razredih

	1983	1990	1995	2000	2005	2010
Aaa	75%	40%	20%	14%	20%	15%
Aa	25%	30%	26%	14%	5%	15%
A	0%	17%	20%	13%	24%	13%
Baa	0%	3%	13%	21%	14%	19%
Ba	0%	7%	15%	17%	15%	16%
B	0%	3%	7%	16%	16%	22%
Caa-C	0%	0%	0%	5%	5%	1%
<b>Investicijski razred</b>	<b>100%</b>	<b>90%</b>	<b>78%</b>	<b>62%</b>	<b>64%</b>	<b>61%</b>
<b>Špekulativni razred</b>	<b>0%</b>	<b>10%</b>	<b>22%</b>	<b>38%</b>	<b>36%</b>	<b>39%</b>

Vir: Moody's Investor Service, *Sovereign Default and Recovery Rates, 1983–2010, 2011.*

Slika 2: Primerjava zvišanj in znižanj (vseh) bonitetnih ocen deželnega tveganja S&P, izraženo v odstotkih znotraj posameznega leta za obdobje od leta 1995 do 2010



Vir: Standard&Poor's, *Sovereign Defaults And Rating Transition Data, 2010 Update, 2011.*

Tabela 3: Prehodna matrika bonitetnih ocen deželnega tveganja za Fitch, za obdobje od leta 1995 do 2010, merjeno v odstotkih - Stabilnost bonitetnih ocen deželnega tveganja

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC to C	D	Total
AAA	98.52	1.48	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00
AA	3.54	93.43	2.02	0.51	0.00	0.51	0.00	0.00	100.00
A	0.00	2.98	92.86	4.17	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00
BBB	0.00	0.00	6.99	88.71	3.76	0.54	0.00	0.00	100.00
BB	0.00	0.00	0.00	8.37	85.02	5.29	0.00	1.32	100.00
B	0.00	0.00	0.00	0.00	9.52	86.90	2.98	0.60	100.00
CCC to C	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	25.00	50.00	25.00	100.00

Vir: Fitch Ratings, *Fitch Ratings Sovereign 2010 Transition and Default Study, 2011.*

### Priloga 3: Taksonomija bonitetnih ocen bonitetnih agencij S&P, Moody's in Fitch

Tabela 4: Taksonomija bonitetnih ocen bonitetnih agencij S&P, Moody's in Fitch

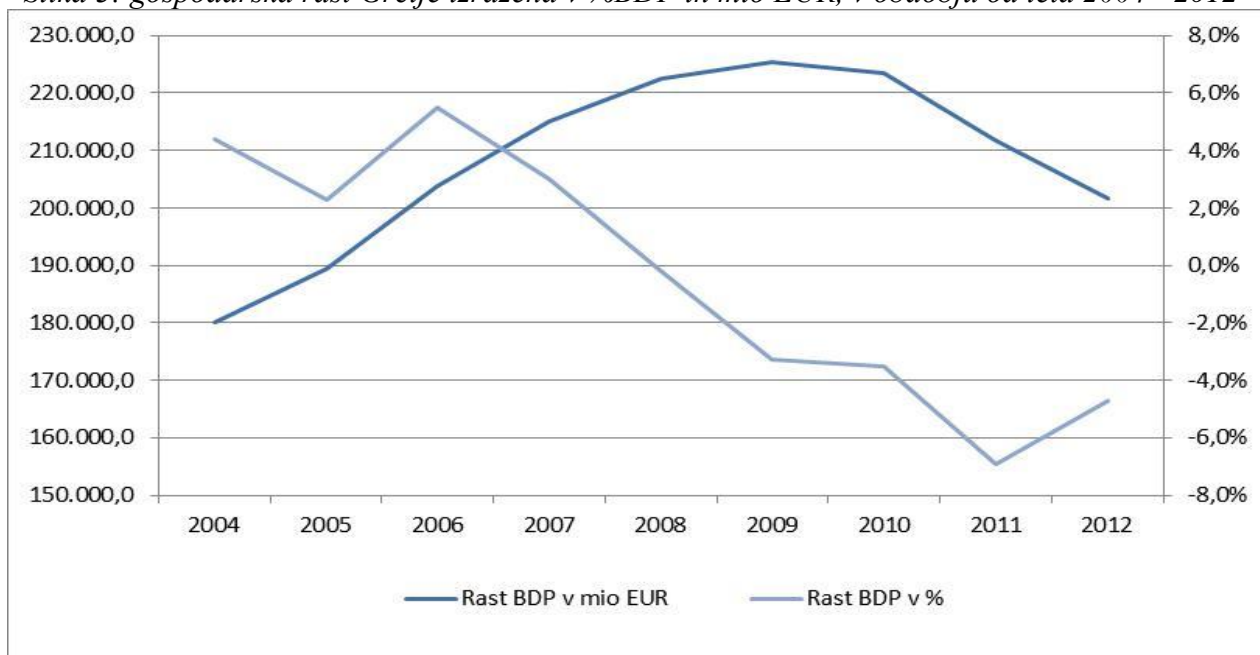
	S&P		Moody's		Fitch		
	Kratkoročne	Dolgoročne	Kratkoročne	Dolgoročne	Kratkoročne	Dolgoročne	
Investicijski razred	A-1+	AAA	P-1	Aaa	F1+	AAA	Najvišja kakovost
		AA+		Aa1		AA+	Visoka kakovost
		AA		Aa2		AA	
		AA-		Aa3		AA-	
	A-1	A+	P-2	A1	F1	A+	Visoka kapaciteta plačila
		A		A2		A	
	A-2	A-	P-3	A3	F2	A-	Primerna kapaciteta plačila
		BBB+		Baa1		BBB+	
	A-3	BBB	P-3	Baa2	F3	BBB	
		BBB-		Baa3		BBB-	
Špekulativni razred	B	BB+	Neprvotrazradne	Ba1	B	BB+	Verjetno plačilo obveznosti z nadaljevanjem negotovosti
		BB		Ba2		BB	
		BB-		Ba3		BB-	
		B+		B1		B+	Finančna situacija je občutljiva na spremembe
		B		B2		B	
		B-		B3		B-	
	C	CCC+		Caa1	C	CCC+	
		CCC		Caa2		CCC	
		CCC-		Caa3		CCC-	
		CC		Ca		CC	
/	D	C	C	/	DDD	Izjemno nestabilno, visoko špekulativno	
					DD		
					D		Nezmožnost plačila

Vir: S&P, Moody's in Fitch.



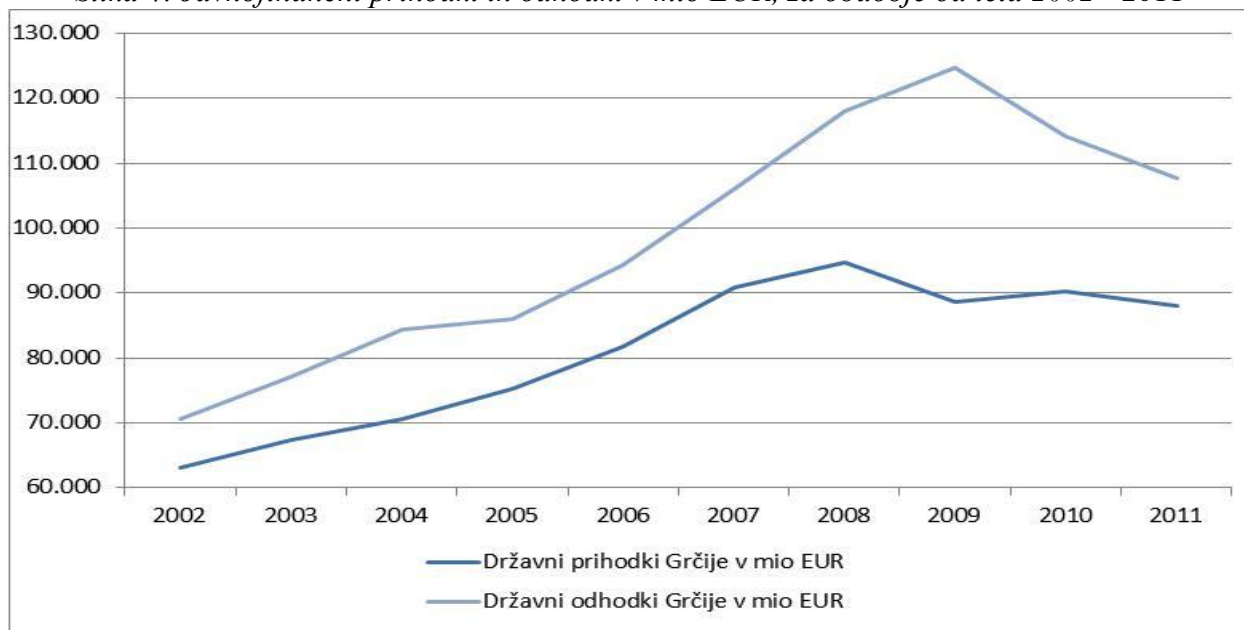
## Priloga 4: Prikaz relevantnih ekonomskih kazalcev za grški primer dolžniške krize javnih financ

Slika 3: gospodarska rast Grčije izražena v %BDP in mio EUR, v obdobju od leta 2004 - 2012



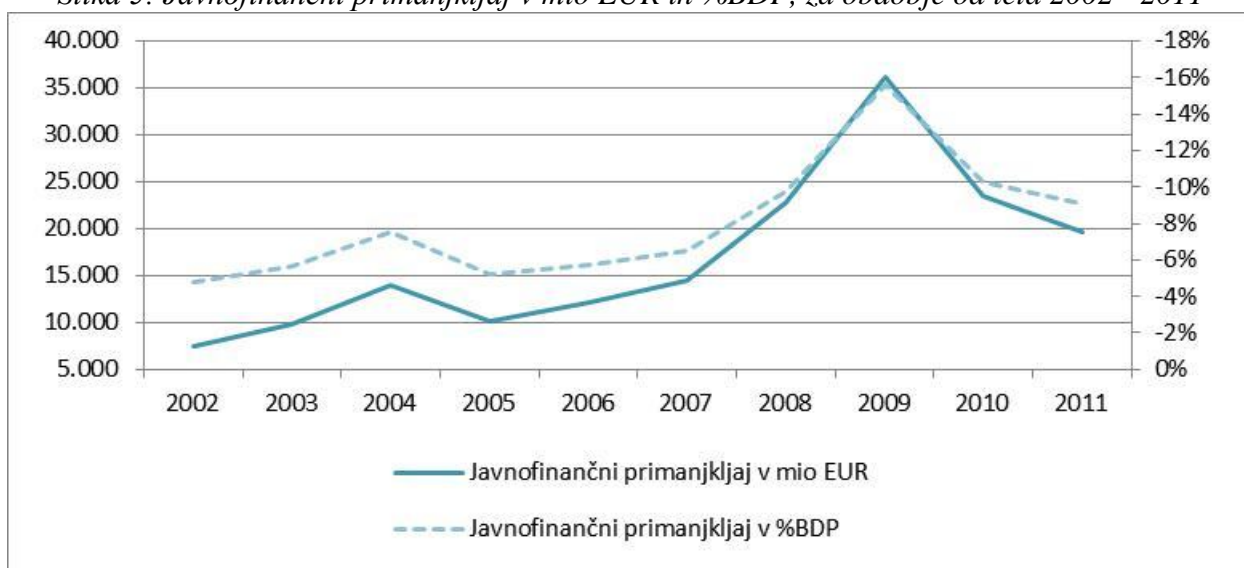
Vir: Eurostat, Real GDP growth rate, 2012.

Slika 4: Javnofinančni prihodki in odhodki v mio EUR, za obdobje od leta 2002 - 2011



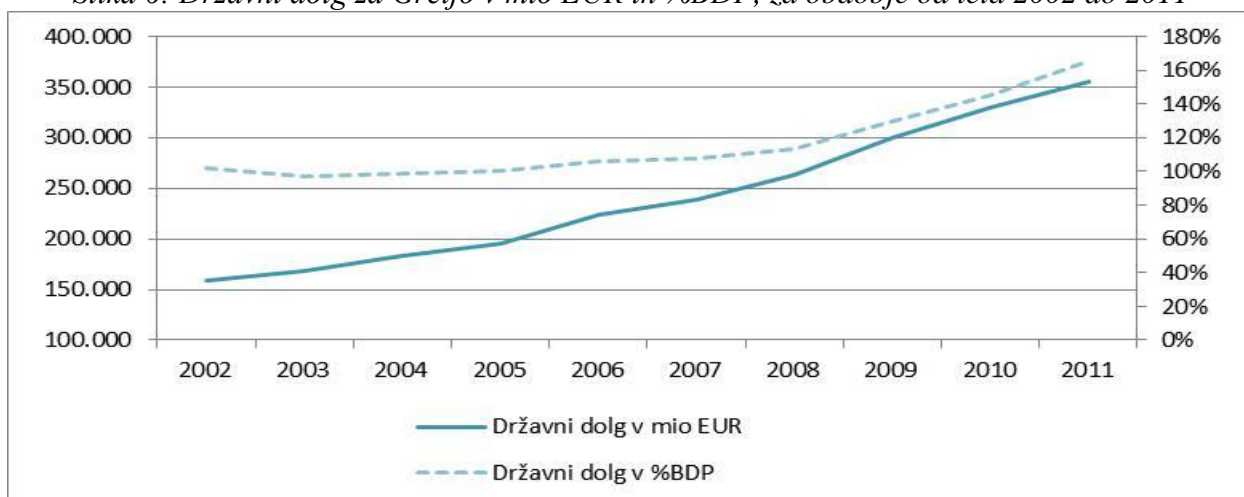
Vir: Eurostat, Government revenue, expenditure and main aggregates, 2012.

Slika 5: Javnofinančni primanjkljaj v mio EUR in %BDP, za obdobje od leta 2002 - 2011



Vir: Eurostat, Government deficit/surplus, debt and associated data, 2012.

Slika 6: Državni dolg za Grčijo v mio EUR in %BDP, za obdobje od leta 2002 do 2011



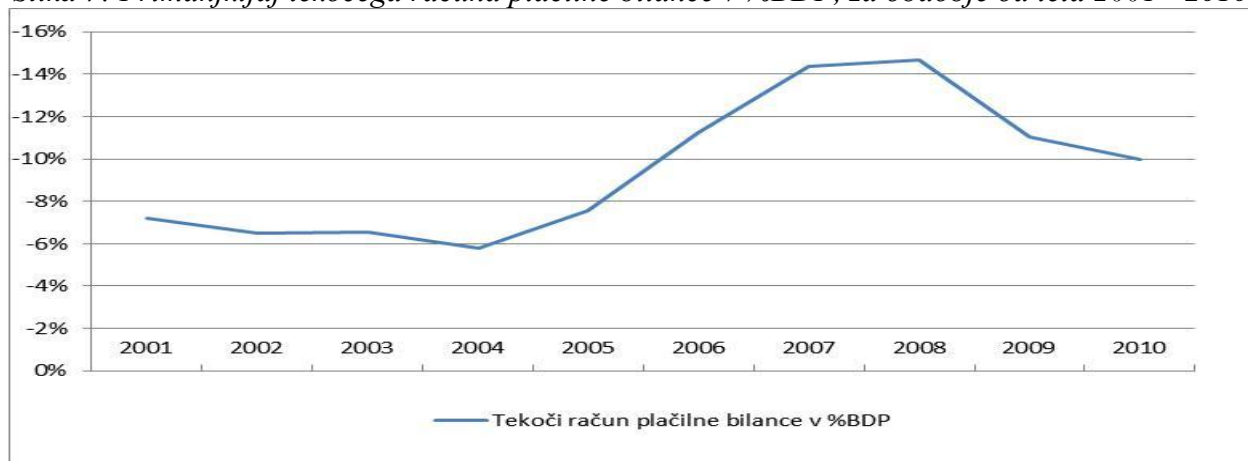
Vir: Eurostat, Government deficit/surplus, debt and associated data, 2012.

Tabela 5: Podatki o javnofinančnem primanjkljaju in javnem dolgu za Grčijo od leta 1997 - 2003, pred in po reviziji

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<i>Proračunski primanjkljaj Grčije (% od BDP)</i>							
<i>Nerevidiran</i>	4.0	2.5	1.8	2.0	1.4	1.4	1.7
<i>Revidiran</i>	6.6	4.3	3.4	4.1	3.7	3.7	4.6
<i>Javni dolg Grčije (% od BDP)</i>							
<i>Nerevidiran</i>	108	106	105	106	106	105	103
<i>Revidiran</i>	114	112	112	114	115	113	110

Vir: MDS, Greece: 2004 Article IV Consultation -Staff Report, 2005.

Slika 7: Primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance v %BDP, za obdobje od leta 2001 - 2010



Vir: OECD, Balance of payments, 2012.

Tabela 6: Neposredne tuje naložbe, neposredne domače naložbe v tujino in gospodarska rast za Grčijo v obdobju od 2003 do 2010, v mio Eur

		Neposredne tuje naložbe															
		2003		2004		2005		2006		2007		2008		2009		2010	
			%		%		%		%		%		%		%		%
finančno posredništvo		-168,3	-14,9	551,0	32,6	542,6	108,2	2.665,2	62,4	992,4	64,3	246,2	8,0	499,1	28,5	181,1	64,4
<b>SKUPNO</b>		<b>1.129,9</b>	<b>100,0</b>	<b>1.692,4</b>	<b>100,0</b>	<b>501,3</b>	<b>100,0</b>	<b>4.268,8</b>	<b>100,0</b>	<b>1.542,7</b>	<b>100,0</b>	<b>3.071,1</b>	<b>100,0</b>	<b>1.753,8</b>	<b>100,0</b>	<b>281,4</b>	<b>100,0</b>
		Neposredne domače naložbe v tujino															
			%		%		%		%		%		%		%		%
finančno posredništvo		-270,8	74,1	-308,2	37,2	-614,5	52,1	-2.961,2	91,8	-2.656,8	69,3	-571,5	34,6	-657,5	44,4	-209,7	28,4
<b>SKUPNO</b>		<b>-365,2</b>	<b>100,0</b>	<b>-828,8</b>	<b>100,0</b>	<b>-1.180,4</b>	<b>100,0</b>	<b>-3.224,4</b>	<b>100,0</b>	<b>-3.832,9</b>	<b>100,0</b>	<b>-1.650,4</b>	<b>100,0</b>	<b>-1.479,3</b>	<b>100,0</b>	<b>-738,8</b>	<b>100,0</b>
		Gospodarska rast															
			%		%		%		%		%		%		%		%
			5,9		4,4		2,3		5,5		3,3		0,0		-3,3		-3,5

vir: Bank of Greece, Non-residents Direct Investment in Greece by sector of economic activity, 2012; Bank of Greece, Non-residents Direct Investment Abroad by sector of economic activity, 2012.

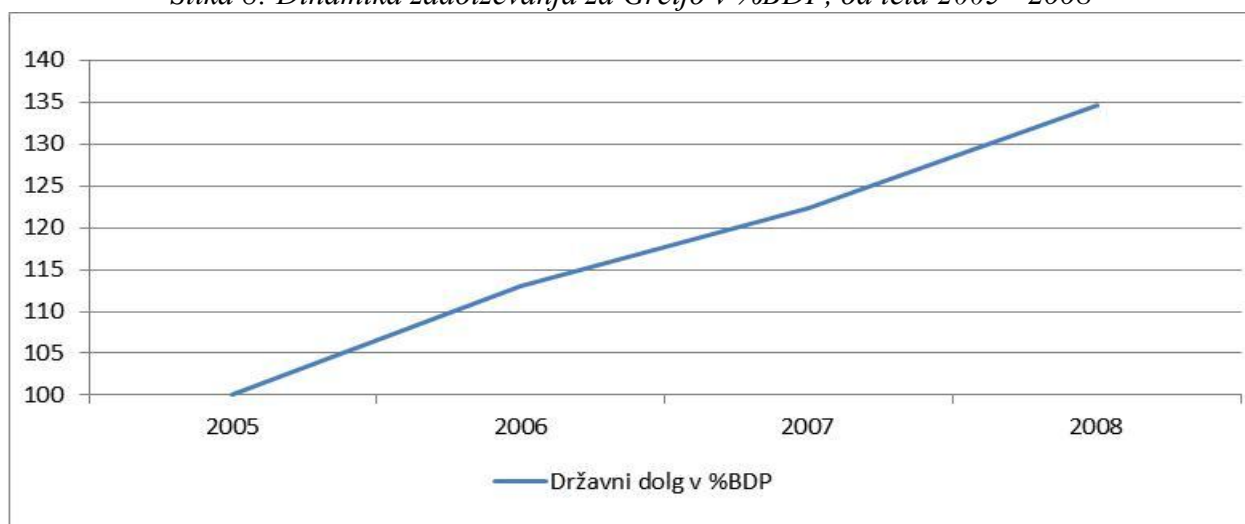
Tabela 7: Kronološki zapis sprememb bonitetne ocene Grčije za bonitetne agencije S&P, Moody's in Fitch

S&P		Moody's		Fitch	
Datum	bonitetna ocena /izgledi	datum	bonitetna ocena /izgledi*	datum	bonitetna ocena /izgledi
9. september, 1988	BBB/ni podatka	19. julij, 1990	Baa1	13. november, 1995	BBB-/ni podatka
26. junij, 1989	BBB/stabilno	24. maj, 1994	Baa3	4. junij, 1997	BBB/ni podatka
1. marec, 1990	BBB/negativno	4. november, 1996	na opazovanju	10. avgust, 1999	BBB/pozitivno
19. julij, 1990	BBB-/stabilno	23. december, 1996	Baa1	25. oktober, 1999	BBB+/ni podatka
13. januar, 1993	BBB-/pozitivno	20. februar, 1998	na opazovanju	13. marec, 2000	BBB+/pozitivno
8. marec, 1994	BBB-/stabilno	14. julij, 1999	A2	27. julij, 2000	A-/ni podatka
26. marec, 1997	BBB-/pozitivno	4. november, 2002	A1	21. september, 2000	A-/stabilno
30. november, 1998	BBB/pozitivno	29. oktober, 2009	na opazovanju	20. junij, 2001	A/stabilno
24. november, 1999	A-/pozitivno	22. december, 2009	A2	23. oktober, 2002	A/pozitivno
13. marec, 2001	A/pozitivno	22. april, 2010	na opazovanju	20. oktober, 2003	A+/stabilno
10. junij, 2003	A+/stabilno	22. april, 2010	A3	28. september, 2004	A+/negativno
13. september, 2004	A+/negativno	14. junij, 2010	Ba1	16. december, 2004	A/stabilno
17. november, 2004	A/stabilno	16. december, 2010	na opazovanju	5. marec, 2007	A/pozitivno
1. november, 2005	A/stabilno	7. marec, 2011	B1	20. oktober, 2008	A/stabilno
9. januar, 2009	A/negativno	9. maj, 2011	na opazovanju	12. maj, 2009	A/negativno
14. januar, 2009	A-/stabilno	1. junij, 2011	Caa1	22. oktober, 2009	A-/negativno
7. december, 2009	A-/negativno	25. julij, 2011	Ca	8. december, 2009	BBB+/negativno
16. december, 2009	BBB+/negativno	2. marec, 2012	C	9. april, 2010	BBB-/negativno
16. marec, 2010	BBB+/negativno			21. december, 2010	BBB-/negativno
27. april, 2010	BB+/negativno			14. januar, 2011	BB+/negativno
2. december, 2010	BB+/negativno			20. maj, 2011	B+/negativno
29. marec, 2011	BB-/negativno			13. julij, 2011	CCC
9. maj, 2011	B/negativno			22. februar, 2012	C
13. junij, 2011	CCC/negativno			9. marec, 2012	RD
27. julij, 2011	CC/negativno			13. marec, 2012	B-

\* - podatkov o izgledih ni na voljo, zato so zapisani samo datumi sprememb bonitetne ocene

Vir: spletne strani S&P, Moody's, Fitch

Slika 8: Dinamika zadolževanja za Grčijo v %BDP, od leta 2005 - 2008



Vir: Eurostat, Government deficit/surplus, debt and associated data, 2012.

## Priloga 5: Javni dolg in javnofinančni primanjkljaji skupine držav Portugalske, Irske, Italije, Grčije in Španije, izraženo v %BDP za obdobje od leta 2001 - 2010

Tabela 8: Državni dolg držav PIIGS v %BDP za obdobje od leta 2001 - 2010

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Portugalska	51,2	53,8	55,9	57,6	62,8	63,9	68,3	71,6	83,0	93,3
Irska	35,2	31,9	30,7	29,4	27,2	24,7	24,8	44,2	65,2	92,5
Italija	108,2	105,1	103,9	103,4	105,4	106,1	103,1	105,8	115,5	118,4
Grčija	103,7	101,7	97,4	98,6	100,0	106,1	107,4	113,0	129,3	144,9
Španija	55,6	52,6	48,8	46,3	43,1	39,6	36,2	40,1	53,8	61,0

Vir: Eurostat, Government deficit/surplus, debt and associated data, 2012.

Tabela 9: Javnofinančni primanjkljaji držav PIIGS v %BDP za obdobje od leta 2001 - 2010

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Portugalska	-4,3	-2,9	-3,0	-3,4	-5,9	-4,1	-3,1	-3,6	-10,1	-9,8
Irska	0,9	-0,4	0,4	1,4	1,7	2,9	0,1	-7,3	-14,2	-31,3
Italija	-3,1	-3,1	-3,6	-3,5	-4,4	-3,4	-1,6	-2,7	-5,4	-4,6
Grčija	-4,5	-4,8	-5,6	-7,5	-5,2	-5,7	-6,5	-9,8	-15,8	-10,6
Španija	-0,5	-0,2	-0,3	-0,1	1,3	2,4	1,9	-4,5	-11,2	-9,3

Vir: Eurostat, Government deficit/surplus, debt and associated data, 2012.

Opomba: Pozitivni predznak pomeni javnofinančni presežek.

## Priloga 6: Kodeks IOSCO, njegova revizija in pomembnost za razvoj regulacije bonitetnih agencij

### Kodeks IOSCO in njegova revizija

Nikoli ni bila večja potreba po mednarodnih rešitvah kot v sodobnem času globalizacije. Industrija bonitetnih ocen ni izjema, zato so regulatorji po vsem svetu oblikovali IOSCO<sup>27</sup>. Skupen dosežek članov IOSCO je Kodeks IOSCO, ki predstavlja mednarodno uveljavljen okvir za samoregulacijo bonitetnih agencij. S&P, Moody's in Fitch so implementirale v svoje delovanje pravila Kodeksa IOSCO skoraj dobesedno in ostale bonitetne agencije na trgu, pravitako v pretežni meri sledijo kodeksu. Nastal je v letu 2004 po finančnih škandalih Enrona in Worldcom, ker se je vloga bonitetnih agencij izkazala kot izjemno neuspešna. V kodeksu so zato zajeta splošna pravila, ki omogočajo kakovost in integriteto bonitetnih ocen, transparentnost procesa vrednotenja in rešujejo problem konflikta interesov. Ne posegajo v izgradnjo metodologij in jo prepuščajo bonitetnim agencijam v odločanje. Kodeks IOSCO tako predstavlja okvir za samoregulacijo bonitetnih agencij, ki zahteva implementacijo določil v delovanje bonitetnih agencij po načelu "upoštevaj ali pojasni"<sup>28</sup> (ang. *comply or explain*).

Finančna kriza je prikazala številne pomanjkljivosti kodeksa, podobno kot v primeru baselske različice. Revidiran Kodeks IOSCO je izšel leta 2008, da bi odpravil številne pomanjkljivosti, ki so se pojavile predvsem v zvezi z dejavnostjo bonitetnih agencij na trgu strukturiranih finančnih proizvodov. Poudarek je na transparentnosti delovanja bonitetnih agencij, saj določa obsežne zahteve po razkritju. Vlagatelji in regulatorji na takšen način pridobijo boljši vpogled v bonitetne ocene in se lahko izognejo pretiranemu zanašanju na ocenjevanje bonitetnih agencij za lastne odločitve. V metodologijo pa regulatorji ne smejo posegati tudi v revidirani različici. Kritika prejšnje različice ostaja enaka revidirani, in sicer da so pravila preveč abstraktno napisana in nejasna. Še vedno ne obstaja mehanizem v prenovljenem kodeksu, ki regulatorjem omogoča njegovo izvrševanje v praksi ampak omogoča le poziv bonitetnim agencijam, da navedejo razloge za neupoštevanje določil (Predlog Uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o bonitetnih agencijah, 2008, str. 2). Vpletenost bonitetnih ocen v finančni krizi je škodovala ugledu bonitetnih agencij v veliki meri, zato je velika večina prostovoljno privolila v implementacijo določil. Odločile so se izvajati številne ukrepe za reševanje nerešenih vprašanj v zvezi z neodvisnostjo, preglednostjo in kakovostjo bonitetnega procesa (Sy, 2009, str. 24).

---

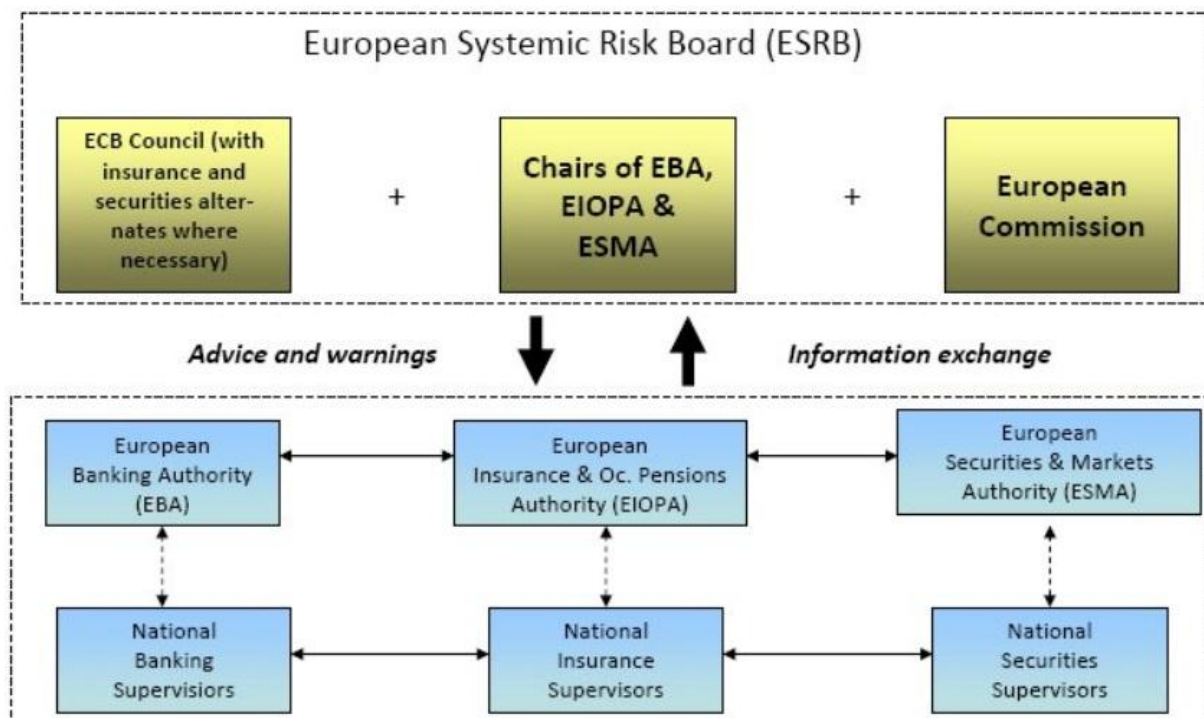
<sup>27</sup> Mednarodno priznan nosilec standardov za trge vrednosti papirjev, kjer člani IOSCO predstavljajo več kot 95 odstotkov svetovnega trga vrednostnih papirjev. Predstavlja tudi mednarodni forum za sodelovanje regulatorjev trgov vrednostnih papirjev.

<sup>28</sup> Od bonitetnih agencij se pričakuje implementacija določil oz. obrazložitev razlogov zakaj določenega člena niso upoštevale.

## **Priloga 7: Bistveni členi Uredbe za bonitetne agencije in evropski sistem finančnih nadzornih organov**

- Za nemoteno delovanje finančnih trgov in zaupanje vlagateljev je bistvenega pomena, da se dejavnosti bonitetnega vrednotenja izvajajo v skladu z načeli integritete, preglednosti, odgovornosti in dobrega vodenja, da bi se lahko zagotovila objektivnost, neodvisnost in primerna kakovost bonitetne ocene (Uredba št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah, 2008, L 302/1). Bonitetne agencije morajo med drugim imeti možnost, da se oprejo na neodvisno revidirane računovodske izkaze in javna razkritja, možnost preverjanja s storitvami uglednih tretjih strani ter da pregledujejo informacije z naključnim vzorčenjem ali zakonske določbe, v katerih je jasno določena odgovornost za ocenjevani subjekt, če so informacije, zagotovljene na podlagi pogodbe, zavedno bistveno napačne ali zavajajoče ali če ocenjevani subjekt ni razumno skrben glede točnosti informacij, kot je določeno v pogojih pogodbe (Uredba št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah, 2009, L 302/4).
- Potencialna nasprotja interesov se po uredbi preprečujejo tako, da bonitetne agencije usmerijo svojo poklicno dejavnost v izdajo bonitetnih ocen in v pomožne storitve, kadar to ne povzroča potencialnih nasprotij interesov v zvezi z izdajo bonitetnih ocen. Bonitetnim agencijam ne bi smelo biti dovoljeno opravljati posvetovalnih ali svetovalnih storitev, še zlasti bonitetna agencija ne bi smela dajati predlogov ali priporočil glede zasnove strukturiranih finančnih instrumentov (Uredba št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah, 2009, L 302/3).
- Bonitetne agencije bi morale po Uredbi oblikovati ustrezne notranje politike in postopke glede zaposlenih in drugih oseb, ki so vključeni v bonitetni postopek, da preprečijo, ugotovijo, odpravijo ali obvladujejo in razkrijejo vsa nasprotja interesov in v vsakem trenutku zagotovijo kakovost, integriteto in temeljitost bonitetnega postopka in postopka pregleda. Med takšne politike in postopke bi moral biti vključen zlasti mehanizem notranjega nadzora in funkcija spremljanja skladnosti (Uredba št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah, 2009, L 302/4).
- V Uredbi, razširjene zahteve o razkritju predstavljajo novost za bonitetne agencije in predstavljajo učinkovito orodje pri obravnavanju napak na finančnih trgih. Razkritja se delijo na splošna in redna razkritja ter poročila o preglednosti. Od bonitetnih agencij se zahteva, da razkrijejo metodologije, modele vrednotenja in ključne predpostavke uporabljene v bonitetnem procesu. V regulacijo je vpeljan tudi javno dostopen centralni register v katerem so shranjene informacije o bonitetah v standardizirani obliki. Uravnava ga CESR in v njem shranjuje informacije bonitetnih agencij o preteklih rezultatih, vključno s pogostostjo prehoda bonitetnih ocen. Shranjene so tudi informacije o bonitetnih ocenah, ki so bile izdane v preteklosti in informacije o njihovem spreminjanju (Uredba št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah, 2009, L 302/13-14, člen 11).
- V svojem vrednotenju se morajo opirati na rigorozne, sistematične in ustaljene metodologije, ki jih je mogoče ovrednotiti na podlagi preteklih izkušenj, vključno s testiranjem nazaj. Kadar se spremenijo metodologije, modeli ali ključne predpostavke procesa vrednotenja je bonitetna agencija dolžna nemudoma razkriti verjetni obseg bonitetnih ocen, na katere bodo spremembe vplivale, pregledati šest mesecev kasneje zadevne bonitetne ocene in ponovno ovrednotiti vse bonitetne ocene, ki so bile izdelane na podlagi teh metodologij, modelov ali ključnih predpostavk, če se zaključi, da skupni učinek sprememb vpliva na bonitetne ocene. Obenem mora sprejeti vse ukrepe, da bodo informacije, ki se uporabljajo v procesu vrednotenja, kakovostne in zanesljive (Uredba št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah, 2009, L 302/13, člen 8).
- Pri napovedih bonitetnih ocen, v sporočilih ali poročilih za javnost, je bonitetna agencija po Uredbi dolžna pojasniti ključne elemente, na katerih temelji bonitetna ocena. Obvezno je neselektivno in pravočasno razkritje vseh bonitetnih ocen in odločitev o prenehanju bonitetnega vrednotenja. V primeru odnehanja je dolžna navesti vse razloge za takšno odločitev. Pri izdajah nenaročenih bonitetnih ocen (unsolicited rating) je dolžna navesti ali je ocenjevani subjekt ali povezana oseba sodelovala v bonitetnem postopku in ali je bonitetna agencija imela dostop do poslovnih knjig in drugih pomembnih notranjih dokumentov ocenjevanega subjekta ali povezane tretje osebe (Uredba št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah, 2009, L 302/13, člen 10).

Slika 9: Evropski sistem finančnih nadzornih organov



Vir: [esma.europa.eu](http://esma.europa.eu)

Vzpostavitev evropskega sistema finančnih nadzornih organov (ang. *European System of Financial Supervisors* - ESFS) združuje prednosti vseobsegajočega evropskega okvira za finančni nadzor s strokovnim znanjem lokalnih organov in je opredeljen kot "mikro-bonitetni nadzor". CESR je zamenjal evropski organ za vrednostne papirje in trge (ang. *European Securities Market Authority* - ESMA), ki izvaja neposreden nadzor nad registriranimi bonitetnimi agencijami in skrbi, da bonitetne agencije izpolnjujejo pogoje za registracijo. Bonitetne agencije so tako prva institucija, ki je podvržena centraliziranemu nadzoru na ravni EU. Takšen pristop je smiselen, ker zagotavlja eno samo kontaktno točko za registrirane bonitetne agencije, bolj konsistentno uporabo pravil Uredbe in večjo učinkovitost s skrajšanjem in poenostavljanjem procesa registracije in nadzora (Sporočilo za javnost 2010, 3. junij). ECB pozdravlja takšno rešitev, ker trdi da je centralizirana oblika nadzora primernejša od razpršene oblike nadzora z vidika zagotavljanja enakih konkurenčnih pogojev za bonitetne agencije (Mnenje ECB z dne 19. novembra 2010, 337/1).

Evropski odbor za sistemska tveganja (ESRB) predstavlja "makro-bonitetni nadzor" za spremljanje celovite finančne stabilnosti. Namen ESRB je zagotavljanje pravočasnih opozoril o sistemskih tveganjih makroekonomske narave in izdaja priporočil o ukrepih za obvladovanje tveganj (Predlog sprememb Uredbe št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah, 2010, str. 2). Ob nedavni finančni krizi se je pokazala potreba po makroekonomskem nadzoru, zato je po mnenju ECB (Mnenje ECB z dne 26. oktobra 2009, C 270/2) ESRB rešitev v pravo smer, ker zagotavlja pravočasno in celovito oceno raznih virov sistemskega tveganja. V mnenju so dodali, da kadar so sistemska tveganja bistvena, ESRB lahko znatno prispeva k finančni stabilnosti EU kot celote.



## Priloga 8: Primerjava regulacije bonitetnih agencij na ravni ZDA in EU leta 2007

Tabela 10: Primerjava regulacije bonitetnih agencij na ravni ZDA in EU

	EU	USA
<b>Use of ratings in regulation</b>	Use in bank regulation (Basle II); Further use by some members	General rating-based regulation
<b>Competition</b>	Neutral position	Strengthen competition
<b>Official recognition</b>	Designation process	Registration process
<b>Civil liability</b>	Mostly protected from civil liability	First Amendment protection, in tendency increasing civil liability
<b>Implementation method</b>	Self-regulation	Direct supervision

Vir: F. Dittrich, *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*, 2007, str. 133.