

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

**DIPLOMSKO DELO**  
**REGULACIJA BONITETNIH AGENCIJ PO IZBRUHU**  
**FINANČNE KRIZE 2007-2009**

Ljubljana, september 2010

KATJA TINTA

## IZJAVA

Študentka Katja Tinta izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Mateja Marinča in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

Ljubljana, dne

podpis:

\_\_\_\_\_

## KAZALO

UVOD .....	1
1 VLOGA BONITETNIH AGENCIJ .....	2
1.1 Asimetrije informacij na finančnem trgu .....	3
1.2 Interpretacija bonitetnih ocen.....	4
1.3 Ključne funkcije bonitetnih agencij .....	5
1.4 Uporaba bonitetnih ocen .....	6
1.5 Vloga bonitetnih agencij pri finančni krizi 2007-2009 .....	6
2 OZADJE POVEZANO S FINANČNO KRIZO 2007-2009.....	7
2.1 Listinjenje in akterji v procesu listinjenja .....	8
2.2 Vloga bonitetnih agencij pri ocenjevanju kompleksnih strukturiranih finančnih produktov .....	10
2.3 Napačno dodeljene visoke bonitetne ocene v trenutni finančni krizi .....	12
2.4 Kritike podane bonitetnim agencijam .....	14
2.4.1 Nezadostna preglednost bonitetnih ocen.....	15
2.4.2 Kakovost procesa bonitetnega ocenjevanja.....	17
2.4.3 Konflikti interesov.....	18
2.4.4 Prevelika koncentracija bonitetnih agencij in kapital ugleda.....	20
2.4.5 Sistemsko tveganje bonitetnih ocen .....	22
2.4.6 Regulativna uporaba bonitetnih ocen.....	24
2.5 Izkušnje iz prejšnjih kriz bonitetnega ocenjevanja .....	24
3 RAZLIČNE REŠITVE IN PROBLEMI IZBOLJŠANJA DELOVANJA BONITETNIH AGENCIJ .....	26
3.1 Tržne ureditve bonitetnih agencij.....	26
3.1.1 Povečanje konkurence v industriji bonitetnega ocenjevanja.....	26
3.1.2 Ponovna vzpostavitev poslovnega modela »investitor plača« .....	27
3.1.3 Samoregulacija bonitetnih agencij .....	28
3.1.4 Zagotavljanje sistemske stabilnosti.....	29
3.2 Državne ureditve bonitetnih agencij .....	30
3.2.1 Subvencioniranje novih bonitetnih agencij .....	31
3.2.2 Evropska bonitetna agencija.....	31
3.2.3 Sistem registracije .....	31
3.2.4 Model na podlagi razkritja .....	32
3.3 Model optimalne regulacije bonitetnih agencij.....	34

3.3.1	Investicijske banke, investitorji in bonitetne agencije .....	34
3.3.2	Povpraševanje in ponudba jasnih in nejasnih bonitetnih ocen.....	34
3.3.3	Optimalni standardi bonitetnega ocenjevanja .....	35
3.3.4	Optimalni bonitetni standardi ob prisotnosti konfliktov interesov.....	36
3.3.5	Regulativna intervencija in družbena blaginja .....	37
4	REGULACIJA BONITETNIH AGENCIJ .....	37
4.1	Ureditev bonitetnih agencij pred finančno krizo.....	38
4.2	Ureditev bonitetnih agencij po finančni krizi .....	39
4.2.1	Revizija kodeksa IOSCO .....	40
4.2.2	Uredba EU o bonitetnih agencijah .....	40
4.2.3	Novi finančni nadzor nad bonitetnimi agencijami .....	43
	SKLEP.....	45

## KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Glavni akterji v procesu listinjenja .....</i>	10
<i>Slika 2: Proces bonitetnega ocenjevanja strukturiranih finančnih produkt .....</i>	11
<i>Slika 3: Zapleteni več-plastni produkti .....</i>	13
<i>Slika 4: Znižanje bonitetnih ocen v enem letu za 1, 2 oziroma 3 kategorije .....</i>	13

## UVOD

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.

Bonitetne agencije so v preteklosti, zaradi mednarodno sprejetih kazalnikov tveganja, omogočile večjo rast zapletenih finančnih produktov. Ob izbruhu finančne krize 2007 so bonitetne agencije bile kritizirane, da so v primeru strukturiranih finančnih produktov podcenjevale kreditno tveganje, ob poslabšanju razmer na finančnih trgih pa jim ni uspelo dovolj hitro prilagoditi njihovih bonitetnih ocen. Nenadna in nepričakovana znižanja bonitetnih ocen velikemu številu udeležencev in vrednostnim papirjev so privedla do velikih tržnih izgub ter hitre izsušitve likvidnosti. Finančna kriza 2007-2009 je predstavljala prvi test novim kompleksnim finančnim produktom, trgov in poslovnim modelov bonitetnih agencij, ki so se razvili v zadnjem desetletju. Prav tako pa so bile bonitetne agencije v zadnjem času deležne hudih kritik, da so pretirano reagirale na področju ocenjevanja državnih obveznic. Takšne odločitve lahko povzročijo uničujoče učinke na finančni sistem, zato so mnogi mnenja, da si bonitetne agencije ne zaslužijo tolikšne moči.

V preteklosti so bile bonitetne agencije edine mednarodne finančne institucije, ki so bile bolj ali manj neregulirane. Izkušnje s finančno krizo so izpostavile pomembne nepravilnosti bonitetnih agencij, zato so mnogi politiki in regulatorji zagovarjali takojšno ureditev njihove regulacije. Po finančni krizi leta 2007 so številni akademiki in oblikovalci politik podali raznovrstne predloge, kako bi izboljšali delovanje bonitetnih agencij. Nekaj izmed predlogov so ponovna vzpostavitev poslovnega modela »investitor plača«, subvencioniranje novih bonitetnih agencij, ustanovitev Evropske bonitetne agencije, sistem registracije bonitetnih agencij itd.. Bonitetne agencije so bile tudi v preteklosti velikokrat tarča raznovrstnih obtožb. Bonitetnim agencijam so tako očitali, da niso zadostno izvajale pregledovanje bonitetnih ocen, da niso vključevale vsa potrebna tveganja pri ocenjevanju, itd.. Vendar pa bonitetne agencije kljub temu niso bile podvržene večji regulaciji. Sedaj so mnogi mnenja, da bonitetne agencije s samoregulacijo ne bodo mogle same obnoviti zaupanja v finančni sistem, temveč bo potrebno vzpostaviti bolj premišljen finančni nadzor.

Glavni cilj in namen diplomskega dela je preučiti vlogo bonitetnih agencij na mednarodnih finančnih trgih. Preučila bom vlogo, ki so jo bonitetne agencije imele pri finančni krizi 2007-2009. Prav tako bom v diplomskem delu poskušala ponazoriti, zakaj so bonitetne agencije delovale tako slabo. Nazorno bom razložila problem nezadostne preglednosti bonitetnih ocen, kakovosti procesa bonitetnega ocenjevanja, konfliktov interesov, prevelike koncentracije bonitetnih agencij, itd.. Predstavila bom tudi najbolj primerne ureditve nadzora nad bonitetnimi agencijami, pri tem pa bom navedla prednosti in slabosti s katerimi se soočajo ti predlogi. Prav tako bom v diplomski nalogi predstavila model Forsterja, ki je proučeval optimalno regulacijo bonitetnih agencij. Model Forsterja mi bo omogočil priti do določenih zaključkov v diplomski nalogi. Nazadnje pa bom tudi poskušala predstaviti regulacijo bonitetnih agencij v EU pred in po finančni krizi 2007-2009.

Diplomsko delo je sestavljeno iz štirih delov. V prvem delu bom opisala vlogo, ki jo imajo bonitetne agencije v mednarodnem finančnem sistemu. V drugem delu opisala ozadje, ki je bilo povezano s finančno krizo 2007-2009. Pri tem bom izpostavila vlogo, ki so jih imele bonitetne agencije pri ocenjevanju strukturiranih finančnih produktov. Podala bom razne kritike, s katerimi se danes soočajo bonitetne agencije. V tretjem delu bom ponazorila različne rešitve in probleme izboljšanja delovanja bonitetnih agencij ter predstavila model optimalne regulacije. V četrtem delu pa podala potek reguliranja bonitetnih agencij pred in po izbruhu finančne krize leta 2007.

## 1 VLOGA BONITETNIH AGENCIJ

Bonitetne agencije so poslovni subjekti, katerih osnovna dejavnost je dodeljevanje bonitetnih ocen izdajateljem določenih dolžniških instrumentov ali samim finančnim instrumentom. Bonitetna ocena izdajatelja temelji na njegovi kreditni sposobnosti in s tem določa ceno po kateri se bo finančni instrument trgoval na trgu. Nasprotno pa je bonitetna ocena finančnega instrumenta kot takega v veliki meri odvisna od tega, kako je finančni instrument strukturiran (Mrak, 2008, str. 31).

Bonitetne agencije imajo pomembno vlogo na globalnih trgih vrednostnih papirjev in bančnih trgih, saj njihove bonitetne ocene uporabljajo investitorji, kreditojemalci, izdajatelji vrednostnih papirjev in vlade pri sprejemanju z informacijami podprtih naložbenih in finančnih odločitev. Kreditne institucije, investicijska podjetja, zavarovalnice, pozavarovalnice, vzajemni skladi 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 investitorjev in potrošnikov (Uredba št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah, 2009, L 302, str. 1).

Na trgu bonitetnega ocenjevanja prevladujejo predvsem tri velike bonitetne agencije (Standard & Poor's, Mood'y Investors Service in Fitch Ratings). Danes ima večina bonitetnih agencij sedež zunaj držav članic Evropske Unije (angl. *European Union*, v nadaljevanju EU), njihovo poslovanje znotraj EU pa je urejeno preko podružnic, ki so ustanovljene v več evropskih državah. Bonitetne agencije lahko delujejo na nacionalni, regionalni ter na svetovni ravni. Zagotavljajo lahko naročniške ali nenaročniške bonitetne ocene. Nekatere bonitetne agencije delujejo za omejene izdajatelje, medtem ko so druge sposobne oceniti vse izdajatelje na določenem trgu z uporabljanjem statističnih modelov. Bonitetne agencije so lahko tudi osredotočene na ocenjevanje posebnih vrednostnih papirjev z donosnostjo, ki vključujejo zapletene strukturirane finančne instrumente ali pa ocenjujejo tradicionalne vrednostne papirje podjetij, občin, držav, itd.. Poleg zagotavljanja bonitetnih ocen bonitetne agencije ponujajo tudi pomožne storitve.

Pred letom 1970 so bili prihodki bonitetnih agencij izključno pridobljeni od naročnin investitorjem, ki so želeli pridobiti podatke o boniteti. Leta 1970 so bonitetne agencije začele

prositi za pristojbino (angl. *fees*) podjetja oziroma finančne institucije, ki so želele, da so njihove izdaje ocenjene. Tehnološke spremembe (na primer, izmenjava informacij preko informacijske tehnologije, interneta, itd.) so povzročile, da je postala distribucija informacij relativno preprosta. Udeleženci na trgu so lahko brezplačno pridobili informacije o bonitetnih ocenah<sup>1</sup>. Problem zastojkarstva (angl. *free-ride problem*) je postal razširjen, kar je povzročilo, da bonitetne agencije niso več mogle dobiti enake količine prihodkov od prodaje bonitetnih ocen. Rešitev tega problema je bila, da so bonitetne ocene začeli plačevati izdajatelji. Danes vse večje bonitetne agencije večino svojih prihodkov dobijo od pristojbin zaračunanih izdajateljem (Marzavan & Stamule, 2009, str. 113-114).

Bonitetne agencije zagotavljajo oceno kreditne sposobnosti izdajateljev. Bonitetna ocena je v bistvu ocena verjetnosti, da bo izdajatelj pravočasno plačal svoje dolge. Bonitetne agencije nudijo tudi ocenjevanje posameznih dolžniških instrumentov, ki kažejo verjetnost neplačila ali zamude plačila v zvezi z določenim instrumentom. Bonitetne ocene so namenjene samo za posredovanje informacij o relativni varnosti vrednostnih papirjev. Ker je njihova glavna naloga oceniti kreditno tveganje, bonitetne agencije ne ocenjujejo ekonomske privlačnosti investicij in torej ne izražajo mnenja o tem, ali bi bilo določene dolžniške vrednostne papirje dobro kupiti ali prodati. Poleg tega bonitetne ocene ne izražajo mnenja bonitetnih agencij o dejanski vrednosti izdajatelja lastniških vrednostnih papirjev. Bonitetne agencije prispevajo k učinkovitosti kapitalskih trgov, saj z razkritjem informacij o verjetnosti plačil dolga zmanjšujejo asimetrije informacij med izdajatelji in investitorji. Zaradi zapletenosti strukturiranih finančnih produktov so bonitetne ocene koristne tako za izdajatelje teh vrednostnih papirjev, kot za njihove investitorje. Bonitetne ocene pomagajo investitorjem pri oceni tveganja ter negotovostih povezanih s temi instrumenti, neposredno pa jim s tem pomagajo pri investicijskih odločitvah, saj imajo bonitetne agencije pri ocenjevanju mnogokrat dostop do zasebnih podatkov.

## 1.1 Asimetrije informacij na finančnem trgu

Brez zanesljivih informacij kreditni trgi ne morejo delovati učinkovito. Če posojiljemalec ve več o svoji kreditni kvaliteti, se bo upnik bal, da bo posojiljemalec soglašal s transakcijo le, če bo upnik zagotovil kapital preveč poceni. Upnik bo, da bi se zaščitil proti možnosti, da je dolžnik »limona«, povečal obrestno mero posojila. Vendar pa to lahko privede do tega, da si varni posojiljemalci ne bodo hoteli več izposoditi posojilo, saj bi morali preplačati kredit. Le posojiljemalci, ki imajo visoko stopnjo tveganja, si bodo izposodili po takšni visoki obrestni meri, saj pri tem nimajo kaj izgubiti (Listokin & Taibleson, 2010, str. 95-96).

Upniki bi si lahko sami pridobili informacije o verjetnosti povračila, vendar pa bi to bilo zelo drago. Informacijo o kakovosti dolga podjetja je težko pridobiti, zbrane informacije pa se nato

---

<sup>1</sup> Naročniki bonitetnih ocen (investitorji) so lahko drugim uporabnikom bonitetnih ocen posredovali bonitetne ocene v zameno, da bi pridobili določene druge koristi; na primer, pridobitev druge bonitetne ocene, itd. (Coffee, 2010, str. 31).

delijo na ostale stranke z zelo nizkimi stroški. Posledično bi bile koristi od drage pridobitve informacij manjše od stroškov pridobitve. Problem zastojkarjev torej povzroči, da bi se informacije o kvaliteti posojil premalo proizvajale.

Obstaja več rešitev, kako bi rešili ta problem (Listokin & Taibleson, 2010, str. 96-97). Ena možnost je, da se ustvari posrednika med izdajateljem in iskalci dolga, kot so na primer banke. Banke imajo pogosto dolgotrajne odnose do iskalcev dolga ter ublažijo informacijske asimetrije med kupci in prodajalci dolga. Drugo možno rešitev pa prinašajo bonitetne agencije, saj ponujajo alternativne načine za zmanjševanje asimetrij med posojilojemalci in upniki. Podjetje plača bonitetni agenciji za proizvodnjo javno-koristnih informacij - svojo bonitetno oceno, nato pa bonitetna agencija naredi, da je bonitetna ocena široko dostopna. Z izdajo bonitetne ocene se ublažijo asimetrije informacij, to pa privede do večjega zbranega kapitala za podjetja. Če so informacije s strani bonitetnih agencij zadostne, lahko podjetja in upniki izključijo banke kot posrednike in sklepajo posle neposredno drug z drugim. Na primer, dolжник in upnik lahko bonitetne ocene uporabijo v finančnih pogodbah. Upnik določi najmanjšo bonitetno oceno, ki je za njega še sprejemljiva. Ko pride do določene spremembe v bonitetni oceni, lahko pride do sproženja sprožilca (angl. *rating triggers*). Kar lahko pomeni zahtevo po novih zavarovanjih, prilagoditvah obrestnih mer ali pa celo pomeni potrebo po prenehanju pogodbe. Bonitetne agencije tako zmanjšajo informacijsko breme, saj upniku ni več potrebno nenehno spremljati posojila dolžnika (Marzavan & Stamule, 2009, str. 112).

## 1.2 Interpretacija bonitetnih ocen

Bonitetna ocena oziroma ocena kreditnega tveganja (angl. *credit rating*) je mnenje o kreditni sposobnosti izdaje dolžniških instrumentov (angl. *debt issues*) ali izdajatelja (angl. *issuer*). Bonitetna ocena ne zagotovi vključitev drugih pomembnih vidikov pri investicijskih odločitvah, saj bonitetna ocena ne vsebuje informacij, kot so likvidnost na trgu ali nestanovitnost bonitetnih ocen. Zaradi tega imajo obveznice z isto bonitetno oceno tudi različne cene na finančnih trgih (No Easy Regulatory Solutions, 2009, str. 1).

Bonitetne ocene so izražene z lestvico črk ter števil<sup>2</sup>. Standard's & Poor's ter Fitch Ratings imata za prikazovanje najvišje bonitetne ocene oznako AAA, sledijo še oznake AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC ter oznaka D katera prikazuje najslabšo oceno. Moody's pa za prikazovanje bonitetnih ocen uporablja nekoliko drugačne simbole. Najvišja bonitetna ocena Moody's je Aaa, sledijo oznake Aa2, A2, Baa2, Ba2, B2, Caa2 ter Ca, ki prikazuje najslabšo bonitetno oceno. Bonitetne ocene od AAA/Aaa do BBB-/Baa3 spadajo v investicijski razred (angl. *investment grade ratings*), od BB+/Ba1 navzdol pa v špekulativni razred (angl. *speculative grade ratings*). Bonitetna ocena BBB+/Baa1 ima večje tveganje kot bonitetna ocena A-/A3, je pa manj tvegana od bonitetne ocene BBB/Baa2. Za bonitetne ocene, ki spadajo v najvišji investicijski razred je značilno, da imajo relativno nizko verjetnost neizpolnitve obveznosti

---

<sup>2</sup> V prilogi 1 so v razpredelnici podane razlage bonitetnih ocen Moody's, S&P in Fitch.



dolžnikov. Za bonitetne ocene iz špekulativnega razreda pa velja, da imajo večjo verjetnost neizpolnitve obveznosti dolžnikov, oziroma je do te že prišlo.

Pri tem moramo upoštevati, da bonitetna ocena ni investicijsko priporočilo. Bonitetne agencije le izražajo svoje mnenje o verjetnosti neplačila obveznosti posamezne stranke. Pri tem ne gre za napovedovanje prihodnje donosnosti, temveč gre preprosto za izražanje meril o kreditnem zaupanju in sposobnosti povračila dolga (Beloglavec & Beloglavec, 2010, str. 37).

### 1.3 Ključne funkcije bonitetnih agencij

Obstajajo tri ključne funkcije, ki jih imajo bonitetne agencije v mednarodnem finančnem sistemu (Financial Stability Report, 2007, str. 56):

- *Bonitetne agencije lahko pomagajo ublažiti asimetrije informacij na trgu kapitala med investitorji in podjetji, ki želijo zunanje financiranje.* Nekateri investitorji (še posebej tisti, ki imajo relativno majhen portfelj investicije) bi tako, ob odsotnosti bonitetnih agencij, ne bili pripravljene financirati podjetja, saj bi bila pridobitev informacij za investicijo predraga. Ocenjevanje s strani nevtralne tretje stranke tako omogoča malim investitorjem, ki si sicer ne bi mogli privoščiti lastnih kreditnih ocen tveganosti, vstop na trg. Posledično lahko zunanje bonitetne ocene pomagajo znižati cene kapitala. Vendar pa je treba investitorjem navesti potencialno navzkrižje interesov pri sami interpretaciji bonitetnih ocen, saj izdajatelj v večini primerov plača bonitetne ocene.
- *Bonitetno ocenjevanje je lahko koristen mehanizem za reševanje nekaterih težav problema principala-agenta.* Na primer, investitorji lahko s pomočjo bonitetnih ocen disciplinirajo managerje vzajemnih skladov. Principal/investitor postavi zgornjo mejo zneska tveganja, ki ga želi imeti z navedbo minimalnih bonitetnih ocen in s tem omeji agenta/zastopnika (kot so pokojninski skladi, življenjske zavarovalnice ter vzajemni skladi denarnega trga) pri investiranju ter izpostavljanju do nasprotne stranke. Poleg tega je dostop do nekaterih finančnih trgov ali poslovnih modelov omejen na izdajatelje, ki imajo višjo bonitetno oceno.
- *Bonitetne ocene je mogoče uporabiti za reševanje koordiniranih problemov zaradi razpršenosti investitorjev.* Za posamezne male investitorje je spremljanje dolga lahko neracionalno. Prav tako ne bi bilo racionalno, da bi investitorji pustili podjetje delovati brez nadzora. Bonitetne agencije tako investitorjem z znižanjem bonitetne ocene dajo jasn znak, da morajo ukrepati (prestrukturiranje dolgov v podjetju, itd.).

## 1.4 Uporaba bonitetnih ocen

Bonitetne ocene uporabljajo izdajatelji vrednostnih papirjev, da z njimi izboljšajo tržljivost svojih vrednostnih papirjev<sup>3</sup>, povečajo njihovo ceno in hkrati zadovoljijo interese investitorjev, posojilodajalcev in strank.

Bonitetne ocene uporabljajo prav tako finančna podjetja, ki se ukvarjajo z nakupom in prodajo vrednostnih papirjev. Finančna podjetja uporabljajo bonitetne ocene kot dopolnilo lastnim kreditnim analizam za namene obvladovanja tveganja ali trgovanja. Bonitetne ocene uporabljajo v skladu z notranjimi omejitvami ali naložbenimi politikami. Nenazadnje uporabljajo finančna podjetja bonitetne ocene, da zagotovijo skladnost z različnimi predpisi (Mrak, 2008, str. 31).

Prav tako igrajo bonitetne ocene ključno vlogo pri zasebnih finančnih pogodbah med investitorji in podjetji. Z vključevanjem zahtevane minimalne stopnje bonitetne ocene v finančnih pogodbah nastanejo tako imenovani sprožilci (angl. *rating triggers*), ki lahko pospešijo nastanek obveznosti poplčila dolga (Kovač, 2006, str. 72).

Bonitetne ocene igrajo pomembno vlogo v bančni regulaciji. Z Direktivo o kapitalskih zahtevah, ki jo izvaja Basel II, lahko banke uporabljajo bonitetne ocene priznanih bonitetnih agencij za določanje uteži kreditnega tveganja. Pod *standardiziranim pristopom* lahko banke uporabljajo zunanje meritve kreditnega tveganja za regulativne namene ocenjevanja kreditnega tveganja svojih komitentov (Mrak, 2008, str. 31).

Bonitetne ocene se tudi uporabljajo pri medbančnih kreditnih operacijah Evrosistema<sup>4</sup>. Enega od enakovrednih bonitetnih virov zavarovanja tako omogočajo zunanje bonitetne institucije (angl. *External Assessment Institutions* – v nadaljevanju ECAI). Bonitetni okvir Evrosistema (angl. *Eurosystem Credit Assessment Framework* – v nadaljevanju ECAF) se za primerno zavarovanje<sup>5</sup> zanaša na bonitetne ocene. Bonitetne agencije, ki izpolnjujejo pogojem ECAF morajo spoštovati številne zmogljivosti in operativne standarde, ki so opredeljene v Evrosistemu.

## 1.5 Vloga bonitetnih agencij pri finančni krizi 2007-2009

Prisotnosti bonitetnih agencij je v zadnjih dvajsetih letih spodbudila hitro rast finančnih produktov na mednarodnih finančnih trgih. Zaradi jasno podanih mednarodno sprejetih kazalnikov tveganja neplačil, so bili investitorji pripravljene investirati v mednarodne vrednostne papirje, katerih kreditne kvalitete sami ne bi mogli oceniti. Bonitetne agencije so

---

<sup>3</sup> V praksi se je pokazalo, da ni mogoče izdati dolžniških vrednostnih papirjev na mednarodnem finančnem trgu, ne da bi imeli bonitetno oceno iz vsaj ene od treh priznanih bonitetnih agencij (Mrak, 2008, str. 31).

<sup>4</sup> Evrosistem sestavljajo Evropska centralna banka (angl. *European Central Bank*, ECB) in nacionalne centralne banke držav članic EU, ki so uvedle evro. Evrosistem je od 1. januarja 1999 dalje odgovoren za določanje in izvajanje skupne monetarne politike za območje evra.

<sup>5</sup> Pri zavarovanju se morajo upoštevati visoki bonitetni standardi.

desetletja delale na principu oblikovanja preprostih in razumljivih sistemov, kar se je z vidika podjetniških in državnih obveznic izkazalo za dokaj zanesljivo. Pri ocenjevanju strukturiranih finančnih produktov pa je vloga bonitetnih agencij daleč preseгла opravljanje asimetrij informacij. Bonitetne agencije so s podelitvijo visokih bonitetnih ocen zapletenim finančnim produktom investitorjem dajale lažno varnost teh produktov. Brez bonitetnih agencij mnogo investitorjev tako sploh ne bi kupilo teh zapletenih finančnih produktov (Utzig, 2010, str. 1).

Bonitetne agencije so v zagovor za netočnost bonitetnih ocen pri finančni krizi 2007-2009 trdile, da so bonitetne ocene le mnenja o kreditni sposobnosti izdaj dolžniških instrumentov ali izdajateljev in niso priporočila za nakup, prodajo ali posredovanje bilo katerih vrednostnih papirjev. V Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA) imajo bonitetne agencije enak status kot finančni novinarji, s tem pa so zaščitene z ustavnim jamstvom o svobodi tiska (angl. *First Amendment - Freedom of the press*), pred tožbami investitorjev. Takšna zaščita bonitetnih agencij je v preteklosti preprečila vladi ZDA, da bi se vmešavala v vsebino bonitetnih mnenj oziroma njihovih metodologij. V ZDA tako bonitetne agencije (do nedavnega) niso bile podvržene neposredni regulaciji, saj je bilo le malo direktnega nadzora o tem, kako so bonitetne ocene narejene (No Easy Regulatory Solutions, 2009, str. 1).

## 2 OZADJE POVEZANO S FINANČNO KRIZO 2007-2009

Finančna kriza 2007-2009 je predstavljala prvi test novim kompleksnim finančnim produktom, trgov in poslovnim modelov bonitetnih agencij, ki so se razvili v zadnjem desetletju. Finančna kriza se je začela v ZDA poleti leta 2007 zaradi težav na trgu drugorazrednih hipotekarnih posojil, nato pa se je razširila na cel svet. Drugorazredna hipotekarna posojila so bila množično prepakirana v strukturirane finančne produkte<sup>6</sup>, kot so dolžniški vrednostni papirji na osnovi stanovanjskih hipotekarnih posojil (angl. *Residential Mortgage-Backed Securities* – v nadaljevanju RMBS)<sup>7</sup> in zadolžnice, zavarovane z imetjem (angl. *Collateralized Debt Obligations* – v nadaljevanju CDOs)<sup>8</sup>. RMBS in CDOs so bile za investitorje privlačna alternativa klasičnim tveganim finančnim instrumentom, saj so obljubljali relativno nizko tveganje ob relativno visokih stopnjah donosa (Rant, 2008, str. 59).

Kreditno tveganje izdanih strukturiranih finančnih produktov so ocenjevale bonitetne agencije na podlagi modelov verjetnosti neplačil v posameznih tranšah. Institucionalni investitorji so

---

<sup>6</sup> V prilogi 2 je podana slika, kjer so prikazani različni strukturirani finančni instrumenti.

<sup>7</sup> RMBS so vrsta obveznic, ki so pogostokrat izdane na ameriškem trgu vrednostnih papirjev. RMBS so dolžniški vrednostni papirji na osnovi hipotekarnih posojil, ki so podprti s hipotekami na stanovanjske nepremičnine ([http://en.wikipedia.org/wiki/Residential\\_mortgage-backed\\_security](http://en.wikipedia.org/wiki/Residential_mortgage-backed_security)). Največji kupci dolžniških papirjev RMBS so bile investicijske banke, ki so te papirje razkosale, prestrukturirale in jih v spremenjeni obliki prodale naprej investitorjem. Ena od oblik prestrukturiranih dolžniških vrednostnih papirjev so zadolžnice, zavarovane z imetjem (Herman, 2008, str. 4).

<sup>8</sup> Zadolžnice, zavarovane z dolgom so produkti, ki omogočajo, da se kreditno tveganje nekega poljubnega portfelja razdeli v več tranš, razdeljenih po nadrejenosti. Investitorji nato izberejo tisto tranšo, ki jim najbolj ustreza (Herman, 2008, str. 11).

do izbruha finančne krize njihove bonitetne ocene upoštevali kot pomemben dejavnik odločanja pri zasledovanju svojih naložbenih politik. Veliko institucionalnih investitorjev je statusno omejenih, da lahko kupujejo le vrednostne papirje tako imenovanega investicijskega, ne pa tudi špekulativnega razreda, zato so si mnogi izdajatelji prizadevali pridobiti čim boljše bonitetne ocene (Rant, 2008, str. 60).

Nenadna in nepričakovana znižanja bonitetnih ocen velikemu številu udeležencev in vrednostnim papirjev so privedla do nezaupanja investitorjev v bonitetne ocene. Investitorji so tako avgusta 2007 zavrnilo financiranje kratkoročnih komercialnih zapisov<sup>9</sup> (angl. *Asset-Backed Commercial Paper* – v nadaljevanju ABCP) in posebnih finančnih institucij za investiranje v strukturirane naložbe (angl. *Structured Investment Vehicle* – v nadaljevanju SIV). Banke so zaradi negotovosti na finančnem trgu začele graditi likvidnostne rezerve, kar je povzročilo, da so postale nenaklonjene posojati druga drugi. To je pomenilo hudo krčenje aktivnosti na medbančnem trgu. Nelikvidnost bančnega trga je posledično povzročila višje premije posojil ter je oslabilo delovanje številnih kratkoročnih finančnih trgov (Credit Risk Transfer, 2008, str. 8).

## 2.1 Listinjenje in akterji v procesu listinjenja

Listinjenje oziroma sekuritizacija se uporablja že od 70-ih letih prejšnjega stoletja, vendar pa se je razširila zlasti v zadnjih desetih letih. Listinjenje je tehnika, s katero banke kreditno tveganje iz naslova odobrenih posojil prenašajo na tretje osebe. *Pri tradicionalnem procesu listinjenja* banka del svojega premoženja v obliki posojil združi v pakete, ki jih nato proda namensko ustanovljenemu podjetju<sup>10</sup> (angl. *Special Purpose Vehicle* – v nadaljevanju SPV). To podjetje nato nakup financira z izdajo vrednostnih papirjev, ki so kriti oziroma zavarovani s paketom kupljenih posojil (angl. *Asset-Backed Securities*, v nadaljevanju ABS). *S sintetičnim listinjenjem* pa SPV lahko namesto dejanskega nakupa paketa posojil banki proda samo kreditno zaščito za tveganje iz naslova teh posojil. Prenos kreditnega tveganja se izvrši, sama prodaja oziroma prenos posojila pa ne<sup>11</sup> (Janevska, 2004, str. 2).

V procesu listinjenja so vrednostni papirji, zaradi povečanja širokega kroga potencialnih investitorjev, izdani v različnih tranšah (Janevska, 2004, str. 3):

- *nadrejena tranša* (angl. *senior tranche*) – najbolj kakovostni vrednostni papirji najvišje bonitetne ocene,
- *mezanin tranša* (angl. *mezzanine tranche*) – vrednostni papirji srednje kakovosti,

---

<sup>9</sup> ABCP so posebna vrsta komercialnih zapisov, ki so zavarovani z neko vrsto premoženja (na primer, hipotekarno posojilo, kreditne kartice, itd.).

<sup>10</sup> *Namensko ustanovljeno podjetje* je podjetje, čigar poslovanje je omejeno na pridobivanje in financiranje določenih sredstev. Običajno so to podružnice s strukturo aktive in pasive ter pravnim statusom, ki zagotavlja varnost obveznosti tudi v primeru bankrota matične družbe. Namen teh podjetij je izoliranje finančnega tveganja.

<sup>11</sup> Kreditne zamenjave (angl. *credit default swap*) so še posebej problematične, ker je celoten trg zelo velik, povsem nereguliran in od kupca ne zahteva lastništva referenčnega instrumenta, od prodajalca pa ne oblikovanja rezervacij v primeru izgub (Rant, 2008, str. 61).

- *podrejena tranša* (angl. *junior tranche* ali *equity tranche*) – tranša najslabše kakovosti, ki generira izgube prvih dveh tranš. Posledično so ti vrednostni papirji tudi najbolj donosni.

Pretirano listinjenje je povzročilo odmik od klasičnega dolžniško-upniškega razmerja, kjer posojilodajalec vrača posojilo originalnemu posojilodajalcu. Takemu načinu pravimo poslovni model po načelu izdaje z namenom razpečevanja (angl. *originate-to-distribute model*). Banke so ta poslovni model zlorabile in odobrile posojila tudi posojilojemalcem, ki niso bili kreditno sposobni. Banke so nato svoje terjatve s tega naslova prestrukturirale ter jih prodale naprej finančnim institucijam<sup>12</sup>. Banke so se sicer na ta način izognile tveganju neplačila, saj s prodajo posojil niso bile več izpostavljene kreditnemu tveganju. To pa je še poglobilo problem moralnega hazarda<sup>13</sup>. S sprostitvijo dela svojega premoženja so banke dobile dodatna sredstva in jih uporabile za dodatne, ponavadi bolj tvegane investicije (The incentive structure of the »originate and distribute« model, 2008, str. 5).

#### *Akterji v procesu listinjenja*

V procesu listinjenja obstajajo štirje glavni akterji (The incentive structure of the »originate and distribute« model, 2008, str. 15-16):

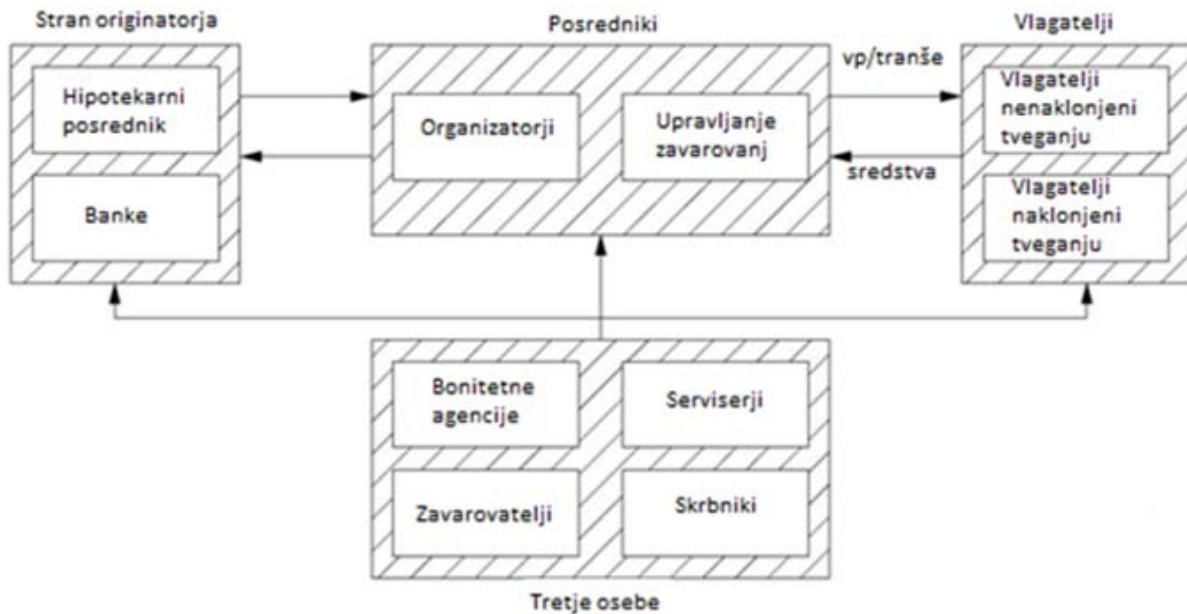
- originatorji;
- posredniki;
- investitorji;
- tretje osebe.

---

<sup>12</sup> Kljub dejstvu, da je banka terjatve prodala SPV, pa lahko v procesu listinjenja sodeluje pri servisiranju terjatev (angl. *servicer*), kar pomeni, da zbira in razporeja dohodke iz naslova terjatev. Vendar pa banka pravilom ni skrbnik (angl. *trustee*) za dolžniške VP, izdane v procesu listinjenja, s čimer se investitorjem želi zagotoviti nepristranskost pri informiranju glede kvalitete VP in fonda terjatev ter preprečiti konflikt interesov (Janevska & Kovač, 2003, str. 14).

<sup>13</sup> *Moralni hazard* opredeljuje tveganje, da bo ena izmed strank v poslu, ki je delno ali v celoti zavarovana pred tveganjem posla, sprejela nerazumna tveganja, ki jih sicer v normalnih okoliščinah ne bi sprejela (Oblak, 2010b str. 68).

Slika 1: Glavni akterji v procesu listinjenja



Vir: *The incentive structure of the 'originate and distribute' model*, 2008, str. 15

Na sliki 1 so prikazani glavni akterji v procesu listinjenja. Originatorji izvajajo neposredno interakcijo s posojilojemalci in ustvarjajo sredstva, ki so nato prodana posrednikom. Slednji nato ustanovijo SPV, ki kupijo izvorna sredstva od originatorjev in nato izdajo vrednostne papirje zavarovane s temi sredstvi. Investitorji kupijo s premoženjem zavarovane vrednostne papirje v skladu s svojimi apetiti tveganja. V proces listinjenja pa so vključeni še številni tretji ponudniki storitev in zunanji ocenjevalci, kot so *bonitetne agencije*, skrbniki, zavarovatelji in serviserji, ki opravljajo posebne naloge za različne udeležence, vendar pa ne kupujejo ali prodajajo samih sredstev.

## 2.2 Vloga bonitetnih agencij pri ocenjevanju kompleksnih strukturiranih finančnih produktov

Bonitetne agencije so zaradi velike kompleksnosti strukturiranih finančnih produktov pomagale premostiti asimetrijo informacij med izdajatelji finančnih instrumentov in investitorji (Crouhy, Jarrow & Turnbull, 2008, str. 20-22). Ocene bonitetnih agencij so bile tako ključnega pomena za mnoge investitorje. Še posebej so bile bonitetne ocene dobrodošle, ko ni bilo na razpolago zanesljivih kotacij cen zapletenih finančnih proizvodov. Sedaj veliko investitorjev takšnemu bonitetnemu ocenjevanju ne zaupa več (Global Financial Stability Report, 2008, str. 55).

Investitorji so bili v primeru kompleksnih strukturiranih finančnih produktov velikokrat racionalno omejeni. Na primer, institucionalni investitorji so pokazali omejene kapacitete pri razumevanju razkritih mehanizmov zapletenih finančnih produktov. Niso znali izračunati navzočega tveganja pri teh produktih in niso znali razviti orodja, da bi ocenili tveganja, ki jih

prinašajo ti produkti. Investitorji so namesto tega nadomestili stroge nadzorne mehanizme ter modele ocenjevanja s prevelikim zanašanjem na bonitetne agencije (Avgouleas, 2009, str. 16).

Sredstva, ki so bila listinjena, so si bila med seboj zelo različna. Nekatera sredstva, na primer hipoteke, so bile izdane z visokim LTV indeksom<sup>14</sup> (angl. *loan-to-value ratios*), druge pa z nizkim. Nekatera sredstva so bila združena v pakete posojil iz ene same regije, druga pa so vsebovala zelo razpršena posojila. Zaradi vedno bolj zapletenih strukturiranih finančnih produktov so investitorji vedno težje primerjali kakovost teh vrednostnih papirjev med seboj. Bonitetne agencije so investitorjem z zagotavljanjem objektivnih in neodvisnih bonitetnih ocen ter univerzalnim točkovnim sistemom omogočile primerjavo teh združenih sredstev med seboj (The Fundamentals of Structured Finance Ratings, 2007, str. 3).

Bonitetne agencije so bile tudi pomembne, ker veliko institucionalnih investitorjev lahko investira v samo ocenjene strukturirane finančne produkte. Uspešno strukturirane kreditne izdaje so tako bile v veliki meri odvisne od zmožnosti pridobitve najvišje bonitetne ocene AAA/Aaa. Bonitetna ocena AAA/Aaa je investitorjem dajala lažen občutek varnosti proizvodov, ki jih niso razumeli. Četudi so bonitetne agencije vztrajale, da merijo bonitetne ocene le tveganje neizpolnitve obveznosti in ne verjetnost ali intenzivnost znižanj ter tržnih izgub (angl. *mark-to-market losses*), večina investitorjev ni upoštevalo teh opozoril. Zaradi intenzivnosti finančne krize 2007-2009 so bonitetne agencije dejale, da bodo vpeljale in sprejele razlikovalno lestvico ocenjevanja za strukturirane finančne proizvode, pri tem naj bi prikazale tudi znesek tveganja znižanja bonitetnih ocen.

Bonitetne agencije igrajo pomembno vlogo v procesu izdelave strukturiranih produktov. Sprva so bonitetne agencije vključene v načrtovanje strukture strukturiranih finančnih produktov. Bonitetne agencije v tej fazi izdelave strukturiranih produktov presojujejo v kolikšni meri zagotavlja struktura finančnih produktov kreditno podporo, ki je potrebna za pridobitev bonitetne ocene AAA/Aaa nadrejenim tranšam. V drugi fazi izdelave strukturiranih produktov pa bonitetne agencije tem finančnim sredstvom zagotovijo bonitetno oceno (Amadou, 2009, str. 15).

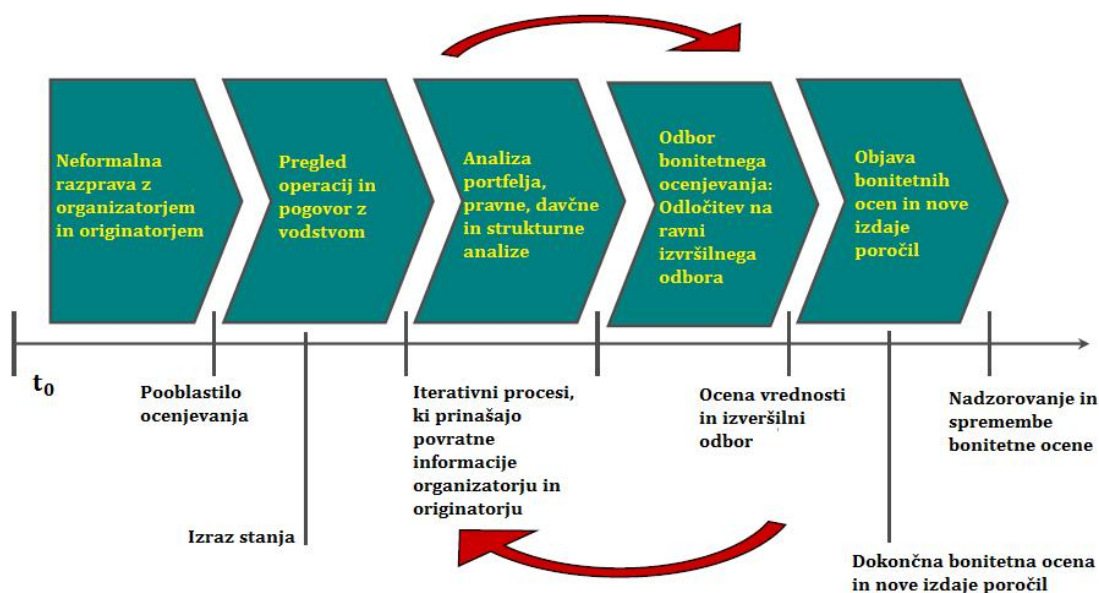
#### *Proces bonitetnega ocenjevanja strukturiranih finančnih produktov*

Pri strukturiranih financah bodisi izdajatelj osnovnih sredstev ali investicijska banka kot organizator (angl. *arranger*) predlagata strukturo sredstev v bazenu (angl. *pool of assets*). Bonitetni analitiki nato podajo svoja predhodna stališča o bonitetni oceni (glej sliko 2). Organizator lahko v odgovor spremeni podobo strukture, da bi pridobil želeno bonitetno oceno. Organizator lahko seveda sprejme tudi nižjo bonitetno oceno ali pa ne nadaljuje z objavo bonitetne ocene. Pri nenavadnih ali novih vrstah transakcije lahko proces ocenjevanja vključuje dodatne dialoge (The Fundamentals of Structured Finance Ratings, 2007, str. 2).

#### *Slika 2: Proces bonitetnega ocenjevanja strukturiranih finančnih produktov*

---

<sup>14</sup> LTV indeks prikazuje razmerje med višino posojila in tržno vrednostjo nepremičnine.



Vir: Russian RMBS and Rating Process Overview, 2006, str. 10.

Medsebojno vplivanje med bonitetnimi analitiki in organizatorji strukturiranih financ je zelo podobno kot pri sodelovanju med bonitetnimi analitiki in tradicionalnimi izdajatelji dolga. V obeh primerih analitiki rutinsko razpravljajo o njihovem predhodnem mnenju o bonitetni oceni z izdajatelji. Izdajatelji pogosto izpodbijajo stališča, sklenejo dialog in predstavijo dodatne informacije za spremembo izida. Bonitetni analitik nato predstavi svoj odziv na te nove informacije. Nekateri izdajatelji podjetniških obveznic lahko spremenijo njihove poslovne ali kapitalske strukture, da bi dosegli določeno bonitetno oceno. Na enak način lahko izdajatelji strukturiranih financ prilagodijo strukturo transakcij, da pridobijo določeno bonitetno oceno.

### 2.3 Napačno dodeljene visoke bonitetne ocene v trenutni finančni krizi

Vloga bonitetnih agencij se je po izbruhu finančne krize leta 2007 izkazala za zelo problematično. Okoli 75 odstotkov izvornih ameriških drugorazrednih hipotekarnih posojil je bilo listinjenih, od teh je dobilo okoli 80 odstotkov najvišjo bonitetno oceno AAA/Aaa in le 2 odstotka jih je spadalo v špekulativni razred - BB+/Ba1 ter nižje (glej sliko 3). Večina tega 2 odstotka je bilo običajno neocenjena lastniška tranša (angl. *equity tranche*)<sup>15</sup>, ki je bila ustvarjena zaradi dodatnega zavarovanja<sup>16</sup> (angl. *overcollateralization*). Vrednost posojil v bazenu je tako preseгла celotni znesek glavnice izdanih vrednostnih papirjev. Preostalih 18

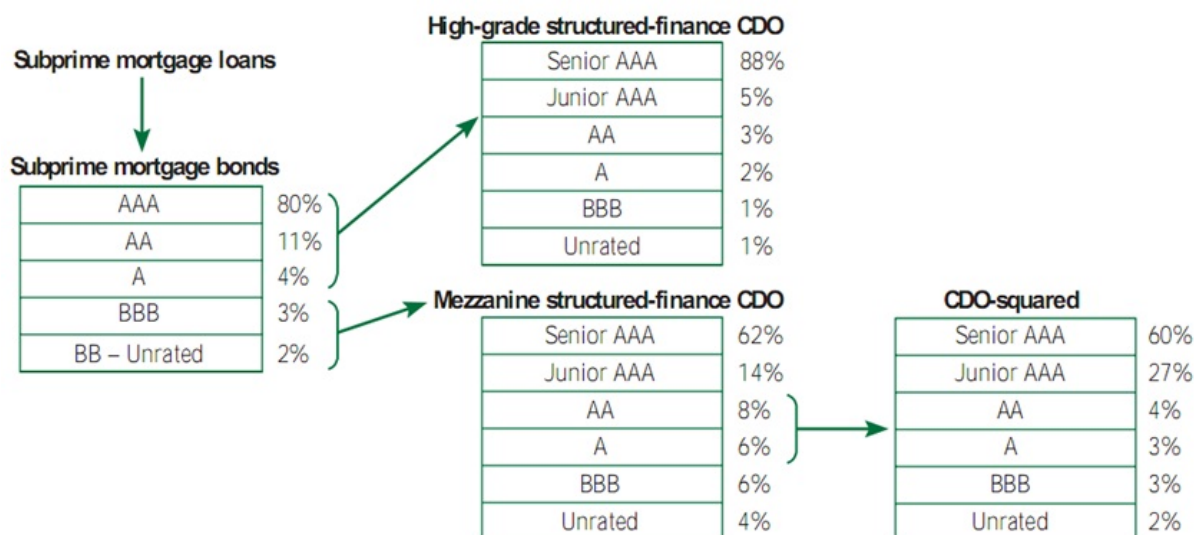
<sup>15</sup> Lastniška tranša se navadno ne ponudi v prodajo, temveč se banka odloči, da jo bo obdržala. Donosnost te tranše namreč kompenzira strošek kapitala, ki ga mora banka zaradi regulatornih namenov vzdrževati (Janevska & Kovač, 2003, str. 13).

<sup>16</sup> Izdajatelji strukturiranih finančnih produktov so kot zunanjo metodo izboljšanja bonitetne ocene strukturiranih finančnih produktov velikokrat uporabljali dodatno zavarovanje, s čimer so tveganja prenašali na zavarovalnice (Rant, 2008, str. 60).



odstotkov pa se je financiralo z mezanin tranšami (ocenjenih od AA-/Aa3 do BBB-/Baa3), ki so se nato reciklirali v strukturirane finance CDOs (Global Financial Stability Report, 2008, str. 59-60).

Slika 3: Zapleteni več-plastni produkti



Vir: Global Financial Stability Report, 2008, str. 59.

Tveganje procesa preoblikovanja je odvisno od notranjega izboljšanja kakovosti izdaje (angl. *internal credit enhancements*), ki vključuje dodatna zavarovanja<sup>17</sup> ter podrejenost (angl. *subordination*). Podrejenost vključuje zaporedno uporabo izgub vrednostnih papirjev, ki se začne pri lastniški tranši ter se nadaljuje navzgor preko podrejene tranše, preden nato izgube občutijo mezanin tranše in nazadnje nadrejene tranše. V normalnih okoliščinah je najvišja tranša zelo varna pred kreditnim tveganjem, saj bi moralo 20 odstotkov sredstev utrpeti izgube, da bi načeli najvišjo tranšo AAA/Aaa (Global Financial Stability Report, 2008, str. 59-60).

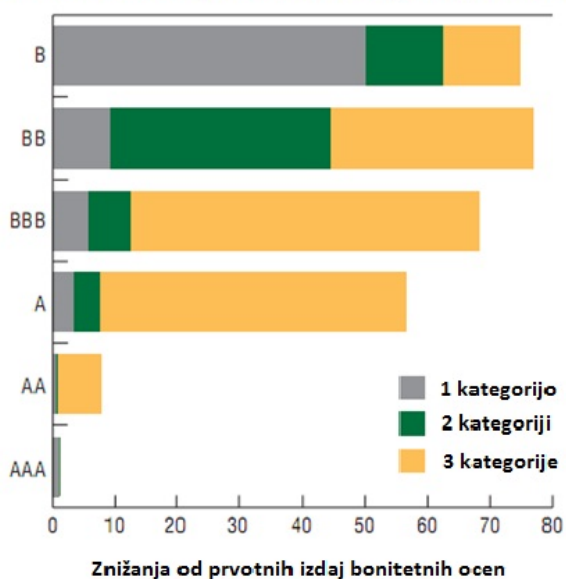
Večina A-/A3 ter BBB/Baa2 ocenjenih CDOs tranš je bilo recikliranih v CDOs na kvadrat, okoli 85 odstotkov jih dobi AAA/Aaa bonitetno oceno, njihova dodana vrednost pri prenosu tveganja pa je vprašljiva (Global Financial Stability Report, 2008, str. 59-60).

Strukturirani finančni produkti so po naravi bolj podvrženi večjim znižanjem stopenj bonitetnih ocen, kot pa podjetniške obveznice. Standard & Poor's je to tezo ponazoril preko dveh grafov (glej sliko 4).

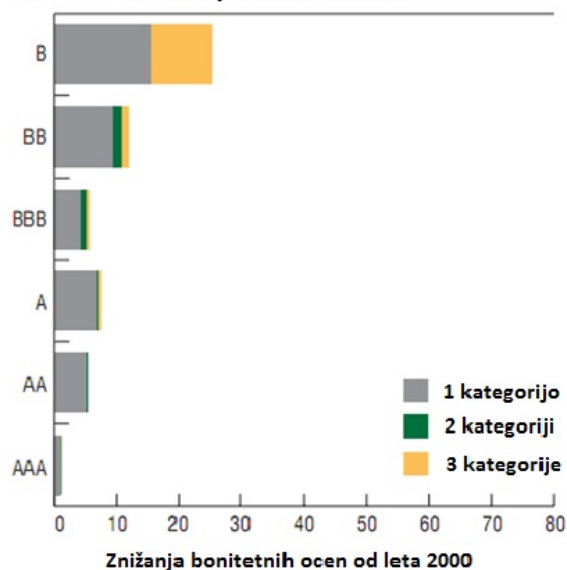
Slika 4: Znižanje bonitetnih ocen v enem letu za 1, 2 oziroma 3 kategorije

<sup>17</sup> Dodatno izboljšanje kakovosti izdaje se tako lahko doseže z dodatnim zavarovanjem, ki ga priskrbi tretja oseba (angl. *credit enhancer*).

2007-08 dolžniški VP, na osnovi stanovanjskih hipotekarnih posojil



2001 Podjetniške obveznice



Vir: *Global Financial Stability Report, 2008, str. 61.*

Več znižanj stopenj bonitetnih ocen in hudih izgub vrednosti smo bili priča v drugi polovici leta 2007 in na začetku leta 2008. Slika 4 prikazuje, da so bile bonitetne agencije pri ocenjevanju dolžniških vrednostnih papirjih, na osnovi drugorazrednih hipotekarnih posojil, preveč optimistične. Dolžniški vrednostni papirji, na osnovi drugorazrednih hipotekarnih posojil, so bili namreč v letu 2007-2008 podvrženi mnogo večjim znižanjem stopenj bonitetnih ocen, kot pa so bile tega deležne podjetniške obveznice v letu 2001. Bonitetne agencije so pri ocenjevanju dolžniških vrednostnih papirjih, na osnovi drugorazrednih hipotekarnih posojil, podcenjevale vpliv nazadovanja cikla prodaje/rasti cen stanovanj na hitrost poslabšanja drugorazrednih hipotekarnih posojil, s tem pa so podcenjevale tudi resnost možnih izgub. Bonitetne agencije so bile tudi počasne pri poostitvi lastnih bonitetnih meril. Nedavni razvoji na trgu so tako sprožili vprašanja ali investitorji opravljajo svoje delo skrbno ter v celoti razumejo, da se profili tveganja pri strukturiranih finančnih proizvodih lahko zelo razlikujejo od podobno ocenjenih podjetniških ali državnih obveznic.

Tri glavne mednarodne bonitetne agencije uporabljajo podobno črkovno-razredno lestvico (AAA/Aaa do C) za razvrstitev tveganj neplačil vseh vrednostnih papirjev. Kljub temu pa so strukturirani produkti bistveno bolj dovzetni za nenadna poslabšanja od tradicionalnih finančnih produktov.

#### 2.4 Kritike podane bonitetnim agencijam

Zaradi dogajanj na finančnem trgu so bonitetne agencije bile velikokrat tarča kritik, da so podcenjevale kreditno tveganje povezano s strukturiranimi finančnimi proizvodi. Ob poslabšanju razmer na trgu bonitetnim agencijam tako ni uspelo dovolj hitro prilagoditi bonitetnih ocen. Prav tako so bile bonitetne agencije tarča obtožb zaradi metodoloških napak ter nerešenih konfliktov interesov, kar je posledično pomenilo nezaupanje udeležencev trga v

zanesljivost bonitetnih ocen. Razvile so se burne razprave o procesih ocenjevanja, o konkurenci v industriji bonitetnih agencij ter o njihovi odgovornosti, zaradi česa so nato politiki pozvali bonitetne agencije k večji ureditvi (Amentbrink & Haan, 2009, str. 7).

Forum za finančno stabilnost<sup>18</sup> (angl. *Financial Stability Forum* – v nadaljevanju FSF) je 7. aprila 2008 objavil poročilo o povečanju prožnosti trga in institucij (Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience, 2008, str. 32-37). V tem poročilu je FSF dejal, da so bonitetne agencije znatno podcenjevale tveganja strukturiranih finančnih proizvodov, kar je bilo deloma posledica *metodoloških pomanjkljivosti*.

Oktober 2008 je predsednik Evropske komisije José Manuel Barroso imenoval Jacques de Larosièra na čelo odbora za svetovanje o prihodnosti evropske finančne ureditve. Februarja 2009 je de Larosièrova skupina objavila poročilo, kjer je navedla pomanjkljivosti bonitetnih agencij (De Larosière Group, 2009, str. 9):

- bonitetne agencije so znižale zaznavanje kreditnega tveganja s podelitvijo najvišje bonitetne ocene AAA/Aaa nadrejenim tranšam strukturiranim finančnim produktom, medtem ko so enako ocenjene državne in podjetniške obveznice imele sistematično nižje donose;
- pomanjkljivosti pri ocenjevanju metodologije so bile glavni razlog za podcenjevanje kreditnega tveganja instrumentov, ki so bili jamstveni z drugorazrednimi hipotekami. V poročilu so bili še posebej kritični do naslednjih dejavnikov, ki so prispevali k slabemu delovanju ocenjevanja strukturiranih proizvodov:
  - pomanjkanje zadostnih zgodovinskih podatkov, ki so se nanašali na trg hipotekarnih posojil;
  - podcenjevanje korelacije neplačil v primeru nazadovanja trga;
  - nezmožnost upoštevanja hudih slabitev zavarovalnih standardov s strani nekaterih originatorjev.

Vendar pa je res, da so tudi investitorji pogosto sprejeli ocene bonitetnih agencij nekritično in njihov pomen precenjevali. Premalo pozornosti so dali dejstvu, da so bonitetne ocene samo ocene verjetnosti neplačila ali pričakovanih izgub dolžniškega instrumenta. Bonitetne ocene tako niso nadomestilo za obvladovanje tveganja naložbe, zlasti zaradi tega, ker so informacije, ki jih bonitetne agencije pridobijo, omejene.

#### 2.4.1 *Nezadostna preglednost bonitetnih ocen*

Ena od težav v delovanju bonitetnih agencij je pomanjkanje preglednosti. Vseh pet nacionalno priznanih bonitetnih agencij<sup>19</sup> v ZDA skrbno skriva podrobnosti o svojih metodologijah za izdelavo bonitetnih ocen. Bonitetne agencije različno razkrivajo naravo in obseg javno

---

<sup>18</sup> Forum za finančno stabilnost je bil sklican aprila 1999, pri njem pa redno sodelujejo nacionalni organi, odgovorni za finančno stabilnost v pomembnih finančnih centrih, mednarodne finančne institucije, sektorska združenja zakonodajalcev in nadzornikov ter odbori strokovnjakov centralnih bank (Predlog uredbe o bonitetnih agencijah, 2008, str. 3).

<sup>19</sup> Moody's, S&F, Fitch Ratings, Dominion Bond Rating Service in A.M. Best.

dostopnih informacij. Nekatere izmed bonitetnih agencij objavljajo izčrpna in obsežna raziskovalna poročila ter razkrivajo uporabljene metodologije, druge bonitetne agencije pa objavljajo le povzetke poročil (Beloglavec & Beloglavec, 2010, str. 36).

Finančna kriza 2007-2009 je razkrila slabosti metod in modelov, ki jih uporabljajo bonitetne agencije predvsem pri ocenjevanju strukturiranih finančnih produktov. Ti so bili zasnovani tako, da so vzbujali visoko raven zaupanja investitorjev. Bonitetne agencije so slabo komunicirale s trgi in investitorji o značilnosti in omejitvah ocenjevanja strukturiranih finančnih produktov ter o kritičnih predpostavkah modelov (Predlog Uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o bonitetnih agencijah, 2008, str. 2).

Zaradi kompleksne narave finančnih proizvodov je postala preglednost na kreditnih trgih vprašljiva. Mnogi kupci teh proizvodov, kot so pokojninski skladi, manjše regionalne banke, itd. niso imeli dovolj zapletenih sofisticiranih tehnik, da bi razumeli pravo naravo teh produktov. Prav tako mnogi niso razumeli, kako bodo ti kompleksni produkti delovali v slabih gospodarskih razmerah. Zapletenost glede preglednosti bonitetnih ocen se je še poostрила z ustanavljanjem obvodnih podjetji, kjer investitorji niso vedeli, kakšna so združena sredstva v portfelju. Te osnovne informacije so bile le redko na voljo in so po določenem času pripeljale do trga »limon«. Investitorji niso upoštevali ali niso hoteli verjeti, da so sredstva izpostavljena trgu drugorazrednih posojil ter ne le najbolj kakovostnim vrednostnim papirjem (Crouhy et al., 2008, str. 20-22).

Ob izbruhu finančne krize leta 2007 je prišlo do tega, da nihče ni vedel, koliko so bile finančne institucije podvržene finančnemu tveganju. Ni se vedelo, koliko je bilo podanih kreditnih linij obvodnim podjetjem, katerim so bile banke sponzorji. Prav tako se ni vedelo, koliko strank bo posledično zaradi likvidnostnih težav kršilo finančne pogodbe. Ker je bila raven takšnih obveznosti neznan zunanjim investitorjem, so ti izgubili zaupanje v financiranje zapletenih vrednostnih papirjev. Bonitetne agencije bi pri ocenjevanju komercialnih zapisov<sup>20</sup> morale upoštevati tudi dodatne dejavnike, kot so na primer, podpore varovalnih linij<sup>21</sup> (angl. *backstop lines*) in drugih pogojnih financiranj v primeru tržnih motenj. Bonitetne agencije tega niso vrednotile (Crouhy et al., 2008, str. 28).

V času samoregulacije bonitetnih agencij se je prostovoljno razkritje informacij izkazalo za nezadovoljivo. Investitorji zaradi tega velikokrat niso imeli dostopa do temeljnih informacij o osnovnih sredstvih, da bi podali lastne ocene kreditnega tveganja. Poleg tega bonitetne agencije tudi niso zagotavljale investitorjem podatkov, da bi lažje analizirali njihovo preteklo delovanje. Če bi racionalni investitorji dobili višjo kakovost informacij o zapletenih strukturiranih finančnih produktih, bi se takšnim produktom približali bolj previdno ter se jim ne bi v tolikšni meri izpostavljali (Avgouleas, 2009, str. 5).

---

<sup>20</sup> *Komercialni zapisi* so vrsta kratkoročnih dolgov, ki se uporabljajo za financiranje kratkoročnih potreb po denarju.

<sup>21</sup> *Varovalne linije* odobrijo banke, namenjene pa so za premoščanje trenutnih likvidnostnih težav.

#### 2.4.2 *Kakovost procesa bonitetnega ocenjevanja*

Bonitetne agencije so bile zadnje čase deležne večjih kritik zaradi kakovosti bonitetnega ocenjevanja. Od leta 2002 do 2006 se je povečal predvsem delež dolžniških vrednostnih papirjev na osnovi stanovanjskih hipotekarnih posojil ter zadolžnic, zavarovanih z dolgom. Finančni produkti so s tem postali vedno bolj zapleteni. Kljub hitri rasti zapletenih finančnih produktov pa bonitetne agencije v skladu s tem niso povečale število zaposlenih. Bonitetne agencije so pri tem velikokrat izdale bonitetne ocene kljub temu, da so nekatera vprašanja glede ocenjevanja zapletenih finančnih produktov ostala nerešena. Prav tako so bonitetne agencije velikokrat preveč varčevale s finančnimi sredstvi, kar je povzročilo pomanjkljivo kontroliranje že dodeljenih bonitetnih ocen (Report on the Subprime Crisis, 2008, str. 25).

Pri finančni krizi 2007-2008 smo bili priča visokega znižanja bonitete relativno na novo ocenjenih finančnih produktov, iz najvišje bonitete ravni AAA/Aaa na najnižjo bonitetno raven. Bonitetne agencije se niso pravočasno zavedale nevarnosti, ki je izhajala iz trga drugorazrednih hipotekarnih posojil. Mnogi so se zato spraševali o učinkovitosti metodologij, ki jih uporabljajo bonitetne agencije. Bonitetne agencije so tudi kritizirali, da ne pregledujejo informacij vrednostnih papirjev, ki so bili združeni v pakete. Bonitetne agencije tako mnogokrat niso preverile točnosti in kakovosti podatkov osnovnih posojil, ki so jih ocenjevale. Bonitetne agencije tudi niso zahtevale od izdajateljev vrednostnih papirjev, da bi opravili natančen pregled nad pridobljenimi informacijami od originatorjev posojil. Bonitetne agencije s tem niso zagotovile, da bi bile pridobljene informacije neoporečne ter zanesljive, čeprav so vedele, da slabe informacije vplivajo na kvaliteto njihovih bonitetnih ocen (Rousseau, 2009, str. 22-24).

Bonitetne agencije so največ kritik glede kakovosti procesa ocenjevanja prejele pri ocenjevanju strukturiranih finančnih produktov. Ker so ti produkti relativno novi finančni instrumenti, bonitetne agencije niso imele dovolj podatkov na voljo za njihovo ocenjevanje. Pri ocenjevanju zapletenih finančnih produktov so se bonitetne agencije mnogokrat zanašale na modele, ki niso zajemali vseh razsežnosti tveganja vrednostnih papirjev. Bonitetne agencije tako na primer niso upoštevale likvidnostnega tveganja trga. Zaradi slabega poznavanja tveganja strukturiranih finančnih produktov so velikokrat številna vprašanja ostala nerešena. Bonitetne agencije pa so kljub temu te produkte še naprej ocenjevale (Crouhy et al., 2008, str. 20-22).

Čeprav imajo bonitetne agencije dolgo zgodovino ocenjevanja verjetnosti neplačila in izgube ob neplačilu za posamezne tradicionalne finančne produkte, to ne velja za strukturirane finančne produkte. Ocenjevanje tradicionalnih podjetniških obveznic se od strukturiranih finančnih produktov razlikuje iz več perspektiv (Crouhy et al., 2008, str. 25-27). Prvič, ocenjevanje podjetniških obveznic v veliki meri temelji na ocenjevanju specifičnih tveganj podjetij, medtem ko je na primer ocenjevanje tranš CDOs odvisno od denarnih tokov iz portfelja povezanih sredstev. Ocenjevanje CDOs se močno opira na kvantitativne modele, medtem ko se bonitetne agencije pri ocenjevanju podjetniškega dolga močno sklicujejo na

samo sodbo bonitetnega analitika. Drugič, za določeno bonitetno oceno bi morale imeti tranše CDOs enake pričakovane izgube kot pri podjetniških obveznicah, vendar se je pokazalo, da so tranše CDOs podvržene večji nestanovitnosti oziroma imajo večjo volatilitno izgube. Pri strukturiranih produktih je tako nepričakovana izguba precej drugačna in je močno odvisna od korelacijske strukture sredstev, ki so združeni v pakete. Pri strukturiranih finančnih proizvodih, ki so kriti oziroma zavarovani s paketom kupljenih posojil, je potrebno postaviti model denarnih tokov in izvesti porazdelitev izgub, ki jih generirajo sredstva v času trajanja CDOs. V času življenja CDOs se lahko posamezna neplačila pojavijo kadarkoli, kar pomeni, da je treba pri modelu porazdelitve izgub upoštevati daljše časovno obdobje. To zahteva modeliranje razvoja različnih dejavnikov, ki vplivajo na proces neplačevanja. Predvideti je potrebno, kako se ti dejavniki razvijajo skupaj. Zahteva torej predpostavke o stohastičnih oziroma naključnih procesih, ki opisujejo razvoj različnih dejavnikov, kot so obrestne mere, vedenje predplačil, itd.. Ob velikih spremembah v gospodarstvu, se lahko ti dejavniki spremenijo, kar pa povzroči, da je potrebno znova preučiti metodologije ocenjevanja.

#### *2.4.3 Konflikti interesov*

Finančna kriza 2007-2009 je povzročila, da so postali udeleženci na finančnem trgu bolj pozorni na konflikte interesov med bonitetnimi agencijami in njihovimi ocenjevalnimi subjekti. Konflikti zmanjšujejo informacijske tokove na finančnih trgih, kar vodi do izkrivljanja dojemanja finančnega trga in ogrozi proces usmerjanja finančnih tokov do najbolj primernih finančnih investicij. Poleg tega konflikti interesov ustvarjajo spodbude ponudnikom finančnih storitev in svojim zaposlenim, da škodijo svojim strankam (Marzavan & Stamule, 2009, str. 112).

#### *Problem agenta med investitorji in bonitetno agencijo*

Bonitetne agencije delujejo kot posredniki med izdajatelji vrednostnih papirjev in investitorji. Posredništvo vodi bonitetne agencije, da delujejo v imenu obeh, tako izdajateljev vrednostnih papirjev, kot investitorjev. Vendar pa to povzroča morebitne probleme agenta (Rousseau, 2009, str. 25). Prvi problem agenta nastane med investitorjem in bonitetno agencijo. Pri sedanjem poslovnem modelu »izdajatelj plača« bonitetne agencije plačujejo izdajatelji vrednostnih papirjev. To povzroči, da bonitetne agencije prejmejo večino svojih prihodkov od izdajateljev vrednostnih papirjev. Izdajatelji vrednostnih papirjev s tem ustvarjajo možnost navzkrižja interesov z bonitetnimi agencijami. Višja bonitetna ocena za izdajatelja vrednostnih papirjev pomeni številne prednosti. Na primer, vrednostne papirje z višjo bonitetno oceno je lažje prodati, itd. (Beloglavec & Beloglavec, 2010, str. 36). Bonitetne agencije bodo v takem primeru premamljene, da prikažejo manjše kreditno tveganje izdajateljev vrednostnih papirjev. To povzroči umetno zvišanje bonitetnih ocen. S takim početjem bonitetne agencije ohranijo oziroma povečajo tržni delež.

Pri finančni krizi 2007-2009 so na intenzivnost navzkrižja interesov vplivali številni dejavniki. Eden izmed dejavnikov povečanja navzkrižja interesov je, da imajo izdajatelji strukturiranih finančnih produktov možnost vplivati na izbor bonitetnih agencij. Izdajatelji

vrednostnih papirjev lahko zaradi tega izvajajo velik pritisk na same bonitetne agencije in s tem vplivajo na izid izdane bonitetne ocene. Poleg tega je pristojbina, ki je plačana pri ocenjevanju strukturiranih finančnih proizvodih, veliko večja, kot pa je pri ocenjevanju tradicionalnih produktov. Navzkrižje interesov poveča še dejstvo, da so izdajatelji strukturiranih finančnih produktov bonitetne ocene plačali le, če so jim bonitetne agencije izdale zelene bonitetne ocene (Mrak, 2008, str. 32).

Izdajatelji so, da bi dobili določeno bonitetno oceno, od bonitetnih agencij zahtevali več bonitetnih ocen in razkrili le tiste bonitetne ocene, ki so bile za njih najugodnejše. Nekatera poročila bonitetnih agencij so pri tem ostala nerazkrita investitorjem<sup>22</sup>. Če izdajatelj na primer ni bil zadovoljen z neko bonitetno oceno, je lahko zaprosil za drugo bonitetno oceno pri neki drugi bonitetni agenciji. Takšnemu načinu pravimo nakupovanje za ocenami (angl. *rating shopping*). Na intenzivnost konfliktov interesov med investitorji in bonitetnimi agencijami je vplivalo tudi dejstvo, da so bila sredstva, ki so bila združena v bazenu, dovolj kompleksna, da jih investitorji niso razumeli. Ko so bila združena sredstva dovolj preprosta, so si bile bonitetne ocene med seboj podobne, spodbuda za nakupovanje za bonitetnimi ocenami pa je bila majhna. Če pa so bila združena sredstva dovolj kompleksna, so si bile bonitetne ocene med seboj dovolj različne, da so lahko ustvarile spodbudo za nakupovanje za ocenami (Skreta & Veldkamp, 2008, str. 1).

Bolton et al. (2009, str. 3) so mnenja, da bonitetne agencije lahko napihujejo kvaliteto investicije izdajatelja, ko je na trgu prisotnih več naivnih investitorjev in ko so pričakovani stroški zmanjšanja ugleda nižji. V času gospodarskega razcveta, ko je prisotnih več naivnih investitorjev, je več možnosti, da pride do inflacije bonitetnih ocen (angl. *ratings inflation*). Prav tako so Bolton et al. mnenja, da so bonitetne agencije v duopolu manj učinkovite kot pri monopolu, saj obstaja v duopolu več možnosti izdajateljev, da nakupujejo za ocenami.

#### *Problem agenta med izdajateljem in bonitetno agencijo*

Drugi problem agenta nastane med izdajateljem ter bonitetno agencijo. Razvoj svetovalnih storitev je povzročilo morebitno navzkrižje interesov med izdajateljem in bonitetno agencijo. Na odločitev izdaje bonitetne ocene lahko na primer vpliva ali izdajatelj kupi dodatne storitve, ki jih ponuja bonitetna agencija, ali ne. Poleg tega lahko izdajatelji vrednostnih papirjev čutijo potrebo, da se naročijo na takšne storitve samo zaradi tega, da bi se obranili strahu pred napačno podelitvijo bonitetne ocene - ali obratno, s pričakovanjem, da nakup teh storitev lahko pomaga, da pridobijo boljšo bonitetno oceno. V primeru strukturiranih finančnih produktov, se je takšno tveganje izkazalo za zelo prisotno, saj je bilo običajno za bonitetne agencije, da so svetovale izdajateljem, kako oblikovati SPV, da bi le-ti pridobili zelene bonitetne ocene.

---

<sup>22</sup> Investitorji so lahko pri tem bili naivni ter so vzeli poročilo bonitetne agencije kot tako, ali pa so bili dovolj prefinjeni (angl. *sophisticated*), da so razumeli strukturo igre in nato spoznali podpihovanje bonitetnih agencij (Bolton, Freixas & Sapiro, 2009, str. 2).

Problem agenta med izdajateljem in bonitetno agencijo pa lahko tudi nastane, ko bonitetna agencija izda nezaprošeno bonitetno oceno<sup>23</sup> (angl. *unsolicited rating*). Bonitetna agencija z izdajo nezaprošene bonitetne ocene lahko predstavlja grožnjo izdajatelju, da bo dobil slabo bonitetno oceno. Nezaprošena bonitetna ocena lahko tako predstavlja grožnjo, da bo bonitetna agencija predstavila izdajatelja v slabšem položaju, kot dejansko je, saj nezaprošena bonitetna ocena temelji na pomanjkljivih javno dostopnih informacijah. Bonitetna agencija lahko s tem izdajatelja prisili, da zaprosi za izdajo bonitetne ocene (Oblak, 2010b, str. 68).

#### 2.4.4 Prevelika koncentracija bonitetnih agencij in kapital ugleda

##### 2.4.4.1 Pomanjkanje konkurence

Industrija bonitetnih ocen je zelo koncentrirana. Moody's, S & P in Fitch imajo pri poslovanju z bonitetnimi ocenami okoli 95 % svetovnega trga (Amentbrink & Haan, 2009, str. 3). Razne vstopne ovire novim bonitetnim agencijam na trg so prispevale k povečanju te koncentracije. Prva močna ovira za vstop novih bonitetnih agencij so številni zakoni in predpisi, ki zahtevajo uporabo bonitetnih ocen le priznanih bonitetnih agencij (Beloglavec & Beloglavec, 2010, str. 35-36). Basel II tako določa, se pri standardnem pristopu, za izračun tveganju prilagojenih kapitalskih zahtev, uporabijo le ocene priznanih zunanjih bonitetnih institucij (angl. *External Credit Assessment Institutions* – v nadaljevanju ECAI). Na ameriškem trgu, kjer imajo sedež delovanja tri največje bonitetne agencije, ima vlogo podelitve tako imenovanih nacionalnih priznanih statističnih bonitetnih organizacij (angl. *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* – v nadaljevanju NRSRO) Ameriška agencija za nadzor nad trgom vrednostnih papirjev (angl. *Securities and Exchange Commission* – v nadaljevanju SEC)<sup>24</sup>. Druga močna ovira za vstop je ugled bonitetnih agencij, ki se lahko zgradi le s časoma. Novi udeleženci le čez čas lahko pokažejo, da so verodostojni in pri tem prepričajo izdajatelje, da kupijo njihove bonitetne storitve. Druge vstopne ovire novim bonitetnim agencijam so na primer še visoki vstopni stroški, nekvalificiranost bonitetnih analitikov, nedovršene metodologije ocenjevanja novih bonitetnih agencij, ekonomije obsega že uveljavljenih bonitetnih agencij, itd..

V okviru finančne krize 2007-2009 je Stokovna skupina za evropske trge vrednostnih papirjev (angl. *European Securities Markets Expert Group* – v nadaljevanju ESME)<sup>25</sup> ugotovila, da bi večja konkurenca na trgu ocenjevanja bolj odpravila osnovne pomanjkljivosti in vprašanja na trgu drugorazrednih posojil, saj bi bile informacije na trg podane bolj usklajeno in pravočasno (Role of Credit Rating Agencies, 2008, str. 11). Na konkurenčnem trgu so tako informacije o cenah bonitetnih storitev podane bolj pregledno, storitve pa je med seboj lažje primerjati. Nezaodstna konkurenca prikrajša javnost

---

<sup>23</sup> Izdajatelj nezaprošeno bonitetno oceno ne plača, prav tako jo ne odobri. Nezaprošena bonitetna ocena predvsem temelji na javno dostopnih informacijah (Oblak, 2010b, str. 68).

<sup>24</sup> Leta 1975 je SEC začela uradno priznavati samo kreditne ocene izbranih bonitetnih agencij. Prve NRSRO so bile Moody's, Standard's & Poor's ter Fitch rating Agency (Oblak, 2010a, str. 47).

<sup>25</sup> ESME je svetovalni organ Komisije, sestavljen iz udeležencev na trgu vrednostnih papirjev in strokovnjakov za ta trg, ustanovljen je bil aprila 2006. ESME zagotavlja tako pravno kot ekonomsko svetovanje glede uporabe direktiv EU o vrednostnih papirjih.



učinkovitega preverjanja kakovosti in celovitosti bonitetnega procesa, s čimer olajša nepošteno delovanje bonitetnih agencij. Poleg tega pa pomanjkanje konkurence negativno vpliva na inovacije, saj že uveljavljene bonitetne agencije niso nenehno podvržene stalnim pritiskom novih konkurentov, ki bi jih prisilile k uporabi izboljšanih metod in modelov za določitev kreditne sposobnosti (Cinquegrana, 2009, str. 4).

#### 2.4.4.2 Bonitetne agencije in kapital ugleda

Izdajatelji so pripravljani plačati za storitve bonitetnih agencij le, če se jim pri tem zmanjšajo stroški kapitala. Investitorji pri tem morajo zaupati bonitetnim agencijam, da njihove bonitetne ocene zmanjšujejo asimetrije informacij. Bonitetna agencija mora biti natančna, neodvisna in neoporečna, saj je vrednost njihovih bonitetnih ocen odvisna od njihovega ugleda. Če pride do poslabšanja ugleda bonitetne agencije, bodo investitorji diskontirali vrednost dodeljenih bonitetnih ocen, izdajatelji pa bodo poiskali bolj kredibilno bonitetno agencijo, ki jim bo podala *pozitivni signal*<sup>26</sup> njihove kreditne sposobnosti oziroma bonitete.

Vendar pa veliko strokovnjakov dvomi, da pritisk izgube ugleda vpliva na učinkovitost bonitetnega ocenjevanja (Lynch, 2009; Partnoy, 1999). Bonitetne agencije so se, da bi ohranile svoj ugled, velikokrat branile, da so na točnost njihovih bonitetnih ocen vplivali tudi drugi zunanji dejavniki, na katere niso morale vplivati (goljufije, nesrečne okoliščine, itd.). Pomanjkanje preglednosti o bonitetnem procesu pa je samo še nadaljnje otežilo naloge investitorjev, ki so želeli oceniti prispevek bonitetnih agencij pri podelitvi netočnih bonitetnih ocen.

Na neuspešnost pritiska izgube ugleda bonitetnih agencij je vplivalo tudi dejstvo, da so bonitetne agencije nagnjene k črednemu vedenju. Skupina ESME (Role of Credit Rating Agencies, 2008, str. 11) je dejala, da čeprav so bonitetne agencije izrazile zaskrbljenost glede razvijajočega se trga drugorazrednih posojil, so vseeno v veliki meri podale soglasna stališča in niso napovedale v svojih bonitetnih ocenah obsega poslabšanja, ki se je na koncu izkazalo za prisotno in povzročilo krizo zaupanja v bonitetne ocene. Bonitetne agencije so se s tem izognile tveganju, da bi za svoja dejanja odgovarjale posamezno.

Poleg tega bonitetne agencije v primeru novih finančnih produktov niso imele kapitala ugleda na kocki, saj teh produktov še nikoli prej niso ocenjevale (Hunt, 2008, str. 1). Na učinkovitost pritiska ugleda je prav tako vplivala tudi nepopolna konkurenca. Kljub temu, da so že uveljavljane bonitetne agencije utrpeli izgubo ugleda, jih zaradi ovir vstopa novim konkurentom, novi udeleženci niso mogli izpodriniti. Zaradi tega izguba ugleda ni vedno pomenila nujno izgubo tržnega deleža za bonitetno agencijo (Rousseau, 2009, str. 44).

---

<sup>26</sup> Bonitetna agencija lahko poda pozitivni ali negativni signal kreditne sposobnosti izdajatelja ali dolžniških vrednostnih papirjev. Pozitivni signal sporoča investitorjem, da je naložba v določeni vrednostni papir smotrna (Bolton, Freixas & Shapiro, 2009, str. 7).

V finančni krizi drugorazrednih posojil je koncentracija izdajateljev dolžniških vrednostnih papirjev, zavarovanih s hipotekarnimi posojili ter njihovih zadolžnic omogočila, da je lahko katerikoli izdajatelj izvajal precejšnji vpliv na bonitetne agencije. Posledica tega je bila, da so kratkoročni konkurenčni pritiski in dobičkonosnost bonitetnih agencij prevladali nad potrebo po zaščiti ugleda in jih grožnja po škodovanju njihovem ugledu ni odvrnila, da bi izvajale kratkoročno usmerjenost njihovega delovanja. Tako so bonitetne agencije v celoti izkoristile svoj sloves o ugledu, da bi z opravljanjem dejavnosti pridobile kratkoročne dobičke (Lynch, 2009, str. 41).

Danes je ugled bonitetnih agencij hudo načet. Nesprejemljivo pa je, da je do tega prišlo šele po več letih slabega obnašanja. Sedaj bodo bonitetne agencije v kratkem do srednjeročnim obdobjem, dokler si ne pridobijo ugleda nazaj, želele izboljšati neoporečnost ter verodostojnost bonitetnih ocen. Vendar pa, ko si bodo bonitetne agencije znova pridobile kapital ugleda in bo njihov spomin na kršitve zbledel, bodo ponovno težile k poigravanju ugleda za dodatnimi kratkoročnimi dobički (Lynch, 2009, str. 41-42).

#### 2.4.5 *Sistemska tveganje bonitetnih ocen*

Sistemska tveganje je tveganje propada celotnega finančnega sistema ali finančnega trga. Sistemska tveganje globalnega trga je pogojeno z nepričakovanimi dogodki, ki stopnjujejo negotovost in slabšajo likvidnost finančnih institucij in finančnih instrumentov. Sistemska tveganje se pojavi v kratkem časovnem obdobju, pogosto pa ga povzroči en sam velik dogodek, kot je na primer bančni preplah (Chany, Getmansky, Hass & Lo, 2005, str. 1).

Finančna kriza 2007-2009 ter dolžniška kriza iz letošnjega leta sta pokazali, kako lahko velika znižanja bonitetnih ocen sprožijo sprožilce bonitetnih ocen<sup>27</sup> (angl. *rating-based triggers*) in povzročijo uničujoče učinke na finančni sistem - hitra izsušitev likvidnosti in posledično višje obrestne mere za posojila. Bonitetne agencije so namreč pri ocenjevanju izdajateljev in dolžniških papirjev upoštevale le kreditno tveganje, druga tveganja, kot je *tržno tveganje* (tveganje zaradi neugodnih gibanj tržnih cen) ali *likvidnostno tveganje* (tveganje, da z danim vrednostnim papirjem ali sredstvi ni mogoče trgovati dovolj hitro na trgu, da se prepreči izguba) pa bonitetne agencije niso zajele (Amtenbrink & Haan, 2009, str. 4).

Nepopolne informacije in pomanjkanje razpoložljivih podatkov so, skupaj z dejstvom, da si nacionalni organi med seboj niso posredovali zadostnih informacij, onemogočale učinkoviti nadzor nad bonitetnimi agencijami. Poleg tega so zakonodajalci in nadzorniki pri nadzorovanju bonitetnih agencij dajali prevelik poudarek na *mikro-bonitetni nadzor*<sup>28</sup> in se

---

<sup>27</sup> Velika znižanja ali pričakovanja znižanj bonitetnih ocen so privedla do zahtev po uveljavitvi poroštev in pri tem povzročila uničujoče posledice za udeležence na trgu. To je povzročilo povečanje zahtev po zavarovanju, ki je bila posledica zniževanja vrednosti sredstev, ki so bila dana kot zavarovanje (Festić, 2010, str. 12).

<sup>28</sup> Nacionalni nadzorni organi imajo podrobne izkušnje in strokovno znanje, zato bi morali skrbeti za vsakodnevni nadzor na mikro ravni (Delovni dokument št. 3 o finančnem nadzoru in regulaciji, 2010, str. 2).

premalo osredotočili na *makro-sistemska tveganja*, ki jih prinašajo izdaje ocen bonitetnih agencij (Delovni dokument št. 3 o finančnem nadzoru in regulaciji, 2010, str. 2)<sup>29</sup>.

### *Primer Grčije*

Bonitetne agencije naj bi vsaj pri njihovem tradicionalnem delu poslovanja, to je ocenjevanju izdajateljev obveznic, delovale relativno korektno. Pretresi, ki smo jim bili priča spomladi letos na evropskem finančnem trgu, ko so bonitetne agencije Grčiji, Portugalski in Španiji znatno znižale bonitetne ocene, pa so pokazali ravno nasprotno. Mnogi so se pri tem začeli spraševati, ali bonitetne agencije niso morda tudi na tem segmentu poslovanja izgubile kredibilnost. V nasprotju z državami južne Evrope pa imajo na primer ZDA, kljub temu, da je njihov javni dolg presegel 94 odstotkov BDP-ja, najboljšo možno bonitetno oceno (Marn, 2010, 7. maj).

Bonitetne agencije so bile tako, ob ponovnem poslabšanju razmer na finančnih trgih, znova v osrednjem položaju krivca. Pri tem so bonitetne agencije, z nenadnim znižanjem bonitete državnim obveznicam, stanje na finančnem trgu le še bolj poslabšale. Takšnemu negativnemu vplivu znižanja bonitetnih ocen strukturiranih finančnih produktov smo bili priča že leta 2007, ko je bonitetne agencije v celoti presenetila kreditna kriza. Prav tako je bonitetne agencije presenetila tudi dolžniška kriza Dubaja iz konca leta 2009. Bonitetne agencije so bile zaradi tega deležne vedno glasnejših kritik. Bonitetne agencije so nato v odgovor na kritike začele iskati nove potencialno okužene države. Največje znižanje bonitete so bile deležne predvsem države iz južne Evrope. Znižanje bonitete tem državnim obveznicam je povzročilo, da so se njihove obrestne mere znatno povečale. Bonitetne agencije so pri tem naredile dvakrat napako. Bonitetne agencije so sprva v obdobju euforije dopustile, da so bile njihove bonitetne ocene državnih obveznic previsoke, nato pa so v obdobju recesije tem obveznicam preveč znižale boniteto, kar je povzročilo ponovna destabilizacijska gibanja na finančnih trgih (Grauwe, 2010, str. 1).

Sprva je negotovost na finančnem trgu okrepila tudi Evropska centralna banka (angl. *European Central Bank* – v nadaljevanju ECB), ko je omahovala glede upravičenosti grškega javnega dolga pri zavarovanju<sup>30</sup>. ECB je nato aprila 2010 sprejela, da bo dopustila boniteto Baa3/BBB- na državne obveznice kot najnižjo dovoljeno boniteto za zavarovanje v okviru operacij refinanciranja ECB (Kennedy & Totaro, 2010, 3. maj).

Evropski komisar za denarne in gospodarske zadeve Olli Rehn je junija 2010 v Evropskem parlamentu ostro kritiziral bonitetno agencijo Moody's zaradi njene odločitve o znižanju bonitetne ocene Grčije z A3/A- na Ba1/BB+<sup>31</sup>. Moody's je bila tako druga od treh velikih

---

<sup>29</sup> Glej poglavje: *Novi finančni nadzor nad bonitetnimi agencijam*.

<sup>30</sup> Pred finančno krizo je bila minimalna bonitetna ocena, ki je bila dopustna za zavarovanje pri zagotavljanju likvidnosti A3/A-. ECB je nato, zaradi krize bančnega sistema, dopustno mejo začasno znižala na dovoljeno raven Baa3/BBB-, vendar se bo le-ta morala ob koncu leta 2011 vrniti na prejšnjo raven.

<sup>31</sup> Znižanje bonitetne ocene Grčije odraža strah, da država morebiti ne bo mogla izpolniti obveznosti iz naslova znižanja primanjkljaja in poplačati ves državni dolg.

bonitetnih agencij, Standard & Poor's je to storila že konec aprila 2010, ko je znižala bonitetno oceno grškega državnega dolga na raven ničvrednosti. Obsežna znižanja bonitetne mnogim državnim obveznicam je znova sprožilo vprašanje o vlogi bonitetnih agencij v finančnem sistemu (Rehn kritizira bonitetno hišo Moody's, 2010, 15. junij).

Grauwe (2010, str. 3) je mnenja, da si bonitetne agencije ne zaslužijo tolikšne moči. Po njegovem mnenju je ECB v boljšem položaju, da analizira kreditno sposobnost držav članic evro območja, kot pa bonitetne agencije. ECB ima veliko visoko usposobljenih analitikov, ki so enako usposobljeni, kot tisti, ki delajo za bonitetne agencije.

#### 2.4.6 *Regulativna uporaba bonitetnih ocen*

Bonitetne ocene se uporabljajo pri izračunu zahtevanega regulatornega kapitala bank, zavarovalnic in borznoposredniških družb. S tem se je vloga bonitetnih agencij institucionalizirala, saj te obvladajo informacijsko asimetrijo tudi za potrebe nadzornikov finančnih trgov (Butala, 2010, str. 41).

Nekateri kritiki so mnenja, da bonitetne ocene ne vsebujejo nobenih pomembnih informacij in trdijo, da se bonitetne ocene uporabljajo zgolj zaradi regulacije (Lynch, 2009; Partnoy, 1999). Partnoy (1999, str. 619) dvomi, da bonitetne agencije smiselno prispevajo k zmanjševanju asimetrij informacij. Po njegovem mnenju se izdajatelji in investitorji zanašajo na bonitetne ocene samo zaradi njihove zakonodajne uporabe.

V poročilu o krizi drugorazrednih posojil je Mednarodno združenje nadzornikov trga vrednostnih papirjev (*International Organization of Securities Commissions*, v nadaljevanju IOSCO) mnenja, da so se nekateri investitorji neprimerno zanesli na ocene bonitetnih agencij, kot da bi bil to edini način ocenjevanja tveganja zapletenih vrednostnih papirjev. IOSCO podaja mnenje, da obstaja tveganje, da investitorji razlagajo uporabo bonitete ocene za regulativne namene kot potrditev kakovosti bonitetnih ocen, kar bi lahko spodbudilo investitorje k nepotrebnim zanašanjem na bonitetne ocene (Report on the Subprime Crisis, 2008, str. 27).

Zaradi prevelikega vpliva bonitetnih agencij je skupina Larosière v poročilu predlagala, da se dolgoročno zmanjša uporaba bonitetnih ocen za regulatorne namene (De Larosière Group, 2009, str. 20).

#### 2.5 Izkušnje iz prejšnjih kriz bonitetnega ocenjevanja

Bonitetne agencije so tarča podrobnejših obravnav že od leta 1997, ko so se razvrstile serije kreditnih kriz. Bonitetnim agencijam je bilo tako že mnogokrat očitano, da se niso pravočasno odzvale na dogodke na finančnem trgu (No Easy Regulatory Solutions, 2009, str. 4). Kljub

povečanju sistemskega tveganja ter procikličnosti<sup>32</sup>, pa ni bilo hitenja, da bi sprejeli nove zakonodajne ukrepe. Ravno obratno, Kodeks osnovnih načel ravnanja za bonitetne agencije, ki ga je objavilo IOSCO v letu 2004, je poslal jasen signal, da oblikovalci politik dajejo prednost samoregulativnem pristopu. V EU je bil pristop podprt s soglasjem Odbora evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje (*Committee of European Securities Regulators*, v nadaljevanju CESR) in Evropske komisije ter predstavil regulacijo za nekaj časa (Utzig, 2010, str. 1).

Bonitetne agencije so se v preteklosti branile s tem, da niso namenjene za natančno napovedovanja časa neplačila določenega posojilojemalca, temveč gledajo bolj dolgoročno. Bonitetne ocene bonitetne agencije spremenijo le, če menijo, da je izdajatelj doživel trajne spremembe v boniteti (Amadou, 2009, str. 5).

Bonitetne agencije so v primeru propada podjetij Enron, WorldCom, Parmalat, itd. trdile, da niso bile odgovorne za odkrivanje goljufij, saj preverjanje natančnosti finančnih in drugih podatkov ni del njihovega dela (Amadou, 2009, str. 5).

Bonitetne agencije so prav tako tudi v preteklosti revidirale metodologije, da bi odpravile posledice krize bonitetnih ocen, kar pa je velikokrat vodilo do dodatnih znižanj bonitetnih ocen. Po azijski krizi so na primer bonitetne agencije v ocenjevanje modelov vključile še druga tveganja, ki jih pred tem niso vključevale. Bonitetne agencije so tako začele tudi upoštevati tveganja, ki so povezana z močjo bančnega sistema, upoštevati so začela tudi tveganja, ki so povezana z zanašanjem na kratkoročni dolg, za sicer kreditno sposobne države, prav tako pa so bonitetne agencije povečale občutljivost na tveganje, ki ga lahko prinaša finančna kriza sosednih držav (Amadou, 2009, str 5-6).

Bonitetne agencije so se tudi pri prejšnjih krizah vedno znova vračale na pomen njihovega ugleda, saj je njihova narava takšna, da si ne morejo privoščiti neverodostojnih bonitetnih ocen. Poleg tega so trdile, da so izvajale številne politike ter postopke, da bi zagotovile neodvisnost in objektivnost bonitetnega postopka. Sprejele so razne odločitve, na primer uvedba naložbenih omejitev, spoštovanje fiksnih formularjev pristojbin zaračunanim izdajateljem itd.. Prav tako so dejale, da plača analitikov ni odvisna od ravni plačila ocenjenih subjektov (Amadou, 2009, str. 5).

Vendar pa pretekle krize niso povzročile hitrih ali večjih ureditev bonitetnih agencij, kljub sistemskih tveganjem, ki so ga povzročile. To se ni zgodilo predvsem zaradi velikega lobiranja bonitetnih agencij, zaradi velikih ocenjenih stroškov, ki bi jih imela takšna regulacija ter zaradi možnega zaviranja finančnih inovacij (Amadou, 2009, str. 8).

---

<sup>32</sup> Bonitetne agencije so zaradi metode »skozi ciklus« (angl. *through the cycle approach*) počasne pri spreminjanju bonitetnih ocen. Bonitetne ocene tako merijo verjetnosti neplačila za dolga investicijska obdobja, brez upoštevanj gibanj kratkoročnih tržnih cen. Ta model omejuje nevarnost prevelikega vpliva trenutnih tržnih trendov na bonitetne ocene (Oblak, 2010b, str. 68).

### 3 RAZLIČNE REŠITVE IN PROBLEMI IZBOLJŠANJA DELOVANJA BONITETNIH AGENCIJ

Bonitetne agencije bodo v prihodnosti morale odpraviti predvsem težave na področju obvladovanja nasprotja interesov, kakovosti ocenjevalnih metodologij in bonitetnih ocen ter preglednosti bonitetnih agencij (Povzetek ocene učinka, 2008, str. 4)<sup>33</sup>.

Pri tem obstaja širok razpon možnih načinov ureditve oziroma izboljšanja delovanja bonitetnih agencij. Na enem koncu spektra še vedno obstajajo ideje, da bi se bonitetne agencije urejale same, s seveda določenimi popravki, na drugi strani pa drugi zagovarjajo, da bi bile bonitetne agencije bolj striktno nadzorovane.

#### 3.1 Tržne ureditve bonitetnih agencij

##### 3.1.1 Povečanje konkurence v industriji bonitetnega ocenjevanja

Finančna kriza 2007-2009 je privedla do prvih pobud za povečanje konkurence v industriji bonitetnega ocenjevanja. Pomanjkanje konkurence med bonitetnimi agencijami je predvsem prisotno pri ocenjevanju strukturiranih finančnih produktih. Bonitetne agencije bodo v prihodnosti morale bolj spodbujati izdajatelje in originatorje strukturiranih finančnih produktov, da bodo javno razkrili vse ustrezne informacije v zvezi s kompleksnimi strukturiranimi proizvodi. Takšno razkritje bi omogočilo drugim bonitetnim agencijam izdati nezaprošene bonitetne ocene. Čeprav nezaprošene bonitetne ocene lahko včasih povzročajo določene neučinkovitosti<sup>34</sup>, so lahko protiutež pristranskim nakupovalnim bonitetnim ocenam (angl. *the rating shopping bias*), ki se pojavijo, ko bonitetne agencije prodajo ugodne bonitetne ocene za pridobitev ali ohranitev tržnega deleža. Z razkritjem ustreznih informacije bi se nove bonitetne agencije lažje uveljavile na trgu. Poleg tega bi imeli investitorji z razkritjem ustreznih informacij kompleksnih vrednostnih papirjev možnost, da bi lažje izvajali lastne analize tveganja zapletenih finančnih produktov (Rousseau, 2009, str. 33-34).

Druga možnost, da bi povečali konkurenco med bonitetnimi agencijami je, da odstranimo vse regulativno povzročene ovire za vstop novih konkurentov. V ZDA so z zakonom o reformi bonitetnih agencij<sup>35</sup> (angl. *Credit Rating Agency Reform Act*) iz leta 2006 poskušali narediti ravno to. V nasprotju s severno ameriškim pristopom je EU z Uredbo št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah postavila nove zakonske ovire za vstop, pri tem pa ni upoštevala pomembne vloge konkurence (Cinquegrana, 2009, str. 9). Mnogi so celo predlagali, da bi ameriška komisija za nadzor nad trgom vrednostnih papirjev preprosto ukinila nadzorno zanašanje na bonitetne ocene, da bi tako pridobili nove udeležence. Vendar pa kljub temu ne

---

<sup>33</sup> Možnosti politike za odpravo bistvenih nepravilnosti bonitetnih agencij so prikazane v prilogi 3.

<sup>34</sup> Bonitetna agencija lahko z izdajo nezaprošene bonitetne ocene prisili izdajatelja, da zaprosi za bonitetno oceno.

<sup>35</sup> Z Zakonom o reformi bonitetnih agencij ZDA, ki je začel veljati 27. junija 2007, je bil vzpostavljen pravni okvir za registracijo nacionalno priznanih statističnih bonitetnih organizacij (angl. *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* – v nadaljevanju NRSRO).

smemo precejevati učinka odprave zakonskih ovir za vstop novih konkurentov. Na primer, v ZDA je bilo namreč, pred uredbo zakona iz leta 1975 o NRSRO, zelo malo bonitetnih agencij. Prav tako odprava vstopnih ovir ni toliko mikavna, saj ne bo rešila problemov s katerimi se soočajo novi udeleženci na trgu. Zaupanje v bonitetne ocene novih bonitetnih agencij bi bilo tako lahko le še bolj zamajano, kar bi povzročilo, da nihče več ne bi kupoval bonitetnih ocen. Pri tem obstaja velik dvom, da bi odprava zakonske ovire za vstop bila pravi način za povečanje konkurence in bi predstavljala učinkovito rešitev delovanja bonitetni agencij (Rousseau, 2009, str. 39).

Nekateri skeptiki so celo menja, da bi se povečana konkurenca izkazala za kontraproduktivno. Po modelu Kleina in Lefflerja (1984, str. 615) bi lahko konkurenca zmanjšala disciplinski učinek ugleda. Večja konkurenca bi namreč zmanjšala najemnino (angl. *rent*), ki jo pridobijo bonitetne agencije iz svojega ugleda, kar pa bi lahko vplivalo na spodbudo, da bi ohranile svoj položaj na trgu. Ta trditev je bila nedavno podprta z empiričnimi dokazi, ki sta jih preučevala Becker in Milbourn. Becker in Milbourn (2008, str. 1) sta ugotovila, da je večja prisotnost bonitetne agencije Fitch Ratings<sup>36</sup> povzročila inflacijo bonitetnih ocen.

### 3.1.2 Ponovna vzpostavitev poslovnega modela »investitor plača«

Poslovni model »izdajatelj plača« se sooča s hudimi kritikami, zato mnogi zagovarjajo njegovo odpravo. Vendar pa opustitev modela »izdajatelj plača« ni tako enostavna, saj so v dobi informacijske tehnologije težave nedovoljenega prenašanja informacij še bolj prisotne. Prav tako so bonitetne agencije in kritiki proti ponovni vzpostavitvi poslovnega modela »investitor plača«. Ta model po njihovem mnenju namreč ne bi izločil konfliktov interesov, temveč bi jih samo preusmeril od izdajateljev k investitorjem (No Easy Regulatory Solutions, 2009, str. 5).

Model »investitor plača« se sooča s številnimi ovirami, zaradi česa je njegova izvedljivosti in učinkovitosti vprašljiva. Ena najbolj pomembnih ovir je, da imajo bonitetne ocene podobne *lastnosti javnih dobrih*. Težko je na primer izključiti tiste investitorje, ki niso plačali za boniteto oceno. V primeru bonitetnih ocen je izključljivost še posebej težka, ker so informacije prenesene v simbole. Zaradi tega pride hitro do uhajanja informacij neplačnikom. S preходом na model »investitor plača« bi tako lahko ogrozili preživetje industrije ocenjevanja, prav gotovo pa bi zaradi manjših prihodkov to vplivalo na kakovost bonitetnih ocen (Rousseau, 2009, str. 45).

Poslovni model »investitor plača« bi tudi lahko vodil do napihnjenja bonitetnih ocen. Podjetja, ki se ukvarjajo z nakupom vrednostnih papirjev (angl. *buy-side investors*), bi za podcenjevanje tveganja nagrajevala bonitetne agencije, saj visoke bonitetne ocene zrahljajo predpisane omejitve glede vrste instrumentov, v katere lahko investirajo (Calomiris, 2009, str. 14).

---

<sup>36</sup> Bonitetna agencija Fitch Ratings je pridobila dve manjši bonitetni agenciji, Duff & Phelps leta 1997 in Tomson Bankwatch leta 2000 (Becker & Milbourn, 2008, str. 5).

Tudi če bi bonitetne agencije lahko rešile te probleme, bi bila obnova modela »investitor plača« še vedno pod vprašajem. V kolikor bi bile bonitetne ocene na voljo samo za naročnike tega modela, bi bili splošni/javni investitorji prikrajšani za informacije o kreditni sposobnosti izdajateljev in vrednostnih papirjev, vključno z dejavnostmi bonitetnih agencij, kot so znižanja bonitetnih ocen. Ta rezultat bi imel vsaj dve škodljivi posledici na učinkovitost trga. Prvič, omejen bi bil obseg obveščanja bonitetnih ocen. Drugič, omejeno bi bilo javno pregledovanje bonitetnih ocen, saj bi le manjše število investitorjev imelo dostop do bonitetnih ocen ali bi jih lahko primerjalo z drugimi izdanimi bonitetnimi ocenami ostalih organizacij. Če bi bonitetne agencije svoje ocene bazirale na nejavnih informacijah, bi naročniki bonitetnih ocen pridobili informacije pred javnostjo (Rousseau, 2009, str. 46).

### *3.1.3 Samoregulacija bonitetnih agencij*

Samoregulacija je možnost urejanja bonitetnih agencij, ki sta jo pred finančno krizo zagovarjali predvsem CESR in IOSCO (CESR's Technical Advice, 2005; Report on the Activities of Credit Rating Agencies, 2003). Kodeks osnovnih načel ravnanja za bonitetne agencije (v nadaljevanju Kodeks IOSCO) predstavlja koristno zbirko standardov za samourejanje panoge bonitetnega ocenjevanja. V Kodeksu IOSCO so določeni okvirni cilji za bonitetne agencije, regulativne organe na področju vrednostnih papirjev, izdajatelje ter druge udeležence finančnega trga. IOSCO je Kodeks IOSCO objavil, da bi izboljšali zaščito vlagateljev ter poštenost, učinkovitost in preglednost trga ter zmanjšali sistemsko tveganje (Sporočilo Komisije o bonitetnih agencijah, 2006, C 59/05)<sup>37</sup>.

Do izbruha finančne krize leta 2007 je bilo veliko podpornikov, ki je smatralo Kodeks IOSCO kot zadosten. Ko so finančni trgi utrpeli velike izgube, so bonitetne agencije zaradi zavedanja, da so zelo prispevale k poslabšanju finančnega okolja, prostovoljno sprejele, da bodo izboljšale svoje kodekse ravnanja.

Z vidika učinkovitosti, samoregulacija ne vključuje pomembnih administrativnih stroškov in je razmeroma preprosta za doseg uskladitve. S tem pristopom se izognemo težkim vprašanjem določitve zahtev za priznanje organizacij, kot so bonitetne agencije, kar pa preprečuje nastanek dodatnih ovir za vstop in zmanjša tveganje nižanja konkurence (Rousseau, 2009, str. 47).

Problem tega pa seveda nastane z nadzorom njihovega upoštevanja. Nadzor nad upoštevanjem sprejetih pravil mora biti učinkovit, da se odkrijejo njihova odstopanja, pri tem pa mora biti vzpostavljen učinkovit mehanizem sankcioniranja.

Pomanjkljivost skladnosti in izvajanja predstavljata pomembni omejitvi učinkovitosti samoregulacije. V tem okviru je ugled glavna spodbuda vodilnih bonitetnih agencij, da sprejmejo kodeks ravnanja, oblikovanega na podlagi Kodeksa IOSCO ter spoštujejo njegove določbe. Poleg tega je stopnja razkritja prepuščena razsodnosti bonitetnih agencij, zato je

---

<sup>37</sup> Več o Kodeksu IOSCO v četrtem delu diplomskega dela, kjer bom pisala o regulaciji bonitetnih agencij.



mogoče, da trg ne bo pravilno informiran kako in s katerimi ukrepi bonitetne agencije implementirajo Kodeks IOSCO (Rousseau, 2009, str. 47).

Trenutno investitorji ne zaupajo bonitetnim agencijam. Samoregulacija sama ne bo mogla obnoviti zaupanja v bonitetne agencije, bo pa lahko z izboljšanjem kodeksov ravnanja dobro pripomogla k uspešnejšemu delovanju bonitetnih agencij.

### 3.1.4 Zagotavljanje sistemske stabilnosti

Amadou (2009, str. 28) je mnenja, da bi politiki morali bolje oceniti vrsto in obseg uporabe bonitetnih ocen na finančnih trgih. Pri tem bi politiki morali preučiti morebitne vplive bonitetnih ocen na finančno stabilnost. Amadou (2009, str. 28) je mnenja, da bi bilo potrebno bolje oceniti vpliv uporabe bonitetnih ocen na povečanje sistemskega tveganja. Takšen pristop zahteva celostno analizo. Pri zagotavljanju sistemske stabilnosti je potrebno zajeti globalni vpliv bonitetnih ocen in vključiti vse udeležence na katere vplivajo bonitetne ocene.

Pri zagotavljanju sistemske stabilnosti je pomembno, da se preučijo (Amadou, 2009, str. 28):

- vrste institucij in trgi na katere lahko znižanje bonitetnih ocen posredno ali neposredno vplivajo. Pri tem je prav tako pomembno, kako so te institucije in trgi med seboj sistemsko povezani;
- posledice za finančne trge in ekonomijo v primeru izgube trga, pomanjkanja likvidnosti, izgube dostopa do kreditov in zmanjšane likvidnosti;
- dejavniki, ki lahko povečajo tveganje znižanj bonitetnih ocen;
- vrednotenje sistemskih tveganj znižanja bonitetnih ocen;
- obvladovanje tveganja znižanj bonitetnih ocen na sistemski ravni s povečanjem kapitalskih zahtev ali likvidnostnih blažilcev ter drugih sredstev.

K obravnavi sistemskega tveganja bonitetnih ocen bi bilo potrebno pristopiti postopoma (Amadou, 2009, str. 28-29). Kot prvo bi politiki morali dobro razumeti tveganja, ki jih prinašajo bonitetne ocene. Pri tem bi si bilo smotrno pomagati s postavitvijo karte bonitetnih ocen (angl. *ratings maps*)<sup>38</sup>. S pomočjo karte bonitetnih ocen bi politiki lahko lažje opredelili kanale, preko katerih bi znižanja bonitetnih ocen lahko vodila do sistemskih tveganj.

Zaradi prociklične narave bonitetnih ocen bodo politiki v prihodnosti morali dati večjo pozornost možnemu tveganju tudi v času, ko je gospodarstvo v razcvetu. Na primer, višji volumen visoko ocenjenih bonitetnih ocen je lahko eden od znakov pregrevanja gospodarstva, zato bi morali politiki dobro razumeti dejavnike, ki vplivajo na takšen potek. Pri tem bi bilo treba upravičiti bistveno večji obseg visoko ocenjenih vrednostnih papirjev, kar pa se pred finančno krizo iz leta 2007 ni storilo (Amadou, 2009, str. 29).

Da bi ustrezno merili izpostavljenost sistemskemu tveganju, ki ga prinašajo znižanja bonitetnih ocen ob fazi gospodarskega razcveta, bi regulatorji in razne institucije morali izvršiti razne stresne teste in obvladovati tveganja znižanj bonitetnih ocen na sistemski ravni. Sprva bi regulatorji in razne institucije morali izvesti razne analize scenarijev, v katerih bi bile

---

<sup>38</sup> Primer izdelave takšne karte bonitetnih ocen je podan v prilogi 4.

podane posledice znižanja bonitetnih ocen na sistemsko pomembne institucije in različne vrste ocenjenih vrednostnih papirjev. Pri tem je pomembno, da se jasno vidijo področja, kjer bi znižanja bonitetnih ocen lahko vodila do neuravnoteženega trga sistemsko pomembnih portfeljev ali pa celo do izsušitve likvidnosti. S trem pristopom bi preglednost na trgu ocenjevanja postala boljša. Sistemsko pomembne institucije, za katere bi se izkazalo, da so občutljivejše na nenadna znižanja bonitetnih ocen, pa bi morale imeti več kapitala ali likvidnostnih blažilcev (Amadou, 2009, str. 29).

### 3.2 Državne ureditve bonitetnih agencij

Zaradi globine finančne krize 2007-2009 je državna ureditev bonitetnih agencij dobila več pristašev. Pri državni ureditvi je ključnega pomena, da se zagotovi zanesljive pokazatelje kreditne sposobnosti dolžnika, tudi v času finančne krize. Zanašanje na samodisciplino in ugled ni vedno najboljša rešitev, saj obe delujeta le na dolgi rok. Blaurock (2007, str. 27-30) je mnenja, da samoregulacija ne deluje učinkovito, ker je prisotno pomanjkanje konkurence. Prav tako bonitetne agencije do sedaj niso uspeli dokazati, da bi lahko v okviru obstoječe samoregulacije lahko uspešno reševale konflikte interesov. Zaradi potrebe po stabilnem finančnem trgu je državna regulacija za mnoge sedaj upravičena.

Poznamo več oblik vmešavanja države pri zagotavljanju bonitetnih ocen. Najmočnejša oblika posega regulacije za državo bi bila, da bi se država direktno vmešala v zagotavljanje bonitetnih ocen. Ta rešitev temelji na pristopu klasične ekonomije blaginje. Bonitetne ocene imajo značilnost javnih dobrin, saj so koristne za vse udeležence v gospodarstvu, stroške izdelavo pa ima le izdajatelj oziroma njihov naročnik. Zaradi te značilnosti bonitetnih ocen, bi država lahko imela boljši položaj pri delovanju bonitetnih agencij, kot pa zasebni sektor. Vključevanje države v pripravo bonitetnih ocen bi lahko potekalo v več oblikah. Na primer, država bi se lahko odločila, da bi ustvarila javno organizacijo bonitetnega ocenjevanja in bi tako tekmovala z zasebnimi bonitetnimi agencijami. Druga možnost je, da bi obstoječe bonitetne agencije nacionalizirala in preoblikovala v državne službe.

Država bi pri teh dveh oblikah morala imeti moč zaračunavanja pristojbine izdajateljem in investitorjem ali pa bi uvedla na primer davek na izdajo javnega dolga, da bi financirala svoje storitve. Z zagotovitvijo financiranja bi lahko razglasila bonitetne ocene v korist investiranja javnosti na splošno. Predvsem pa bi s tem lahko nekoliko ublažili navzkrižja interesov, ki obstajajo v okviru »izdajatelj plača« model.

Obstajajo pa tudi nekoliko milejše oblike vmešavanja države pri zagotavljanju bonitetnih ocen. En vidik je, da država omogoči nadzor nad bonitetnimi agencijami s pomočjo obvezne registracije pri pristojnih institucijah, drugi pa je, da se uvede nekoliko šibkejšo regulacijo, ki bi temeljila na podlagi razkritja.

### 3.2.1 Subvencioniranje novih bonitetnih agencij

Obstaja več predlogov, kako bi lahko s pomočjo države izboljšali delovanje bonitetne industrije. Eden od predlogov je uvedba davka na transakcije ali portfelje za subvencioniranje novih bonitetnih agencij. Vendar pa se ta predlog sooča z različnimi težavami. Bonitetne agencije bi morale, da bi ohranile odstop do denarnega toka iz pobranih davkov, neposredno ali posredno služiti interesom političnega sistema. Nove bonitetne agencije bi tako hitro lahko prešle v birokracijo, ki bi spodbujale politično poslovanje, namesto da bi na trg podale večjo konkurenčnost bonitetnih ocen. Interes investitorjev bi s tem lahko postal postranskega pomena. Tudi če bi rešili ta problem bi bile uvedene davčne stopnje verjetno previsoke ali prenizke, ker država nima tržnih informacij za uvedbo optimalnega zneska, ki je potreben za izdajo dodatnih ocen vrednostnih papirjev (Grundfest & Petrova, 2009, str. 4).

### 3.2.2 Evropska bonitetna agencija

Drugi način posredovanja države pri zagotavljanju bonitetnih ocen bi bila ustanovitev Evropske bonitetne agencije. Razni politiki so podali željo po takšni ureditvi, saj naj bi se s tem povečala konkurenčnost v industriji bonitetnega ocenjevanja. Še posebej je zamisel o ustanovitvi Evropske bonitetne agencije (angl. *European Credit Rating Agency*) priljubljena med nemškimi politiki. Na tem področju je najbolj dejavna nemška kanclerka Angela Merkel (Utzig, 2010, str. 11).

Evropska bonitetna agencija bi se lahko od obstoječih bonitetnih agencij razlikovala po tem, da bi bila bolj usmerjena k vzdržnosti gospodarstva ter ne bi delovala na kratek rok. Zaradi nedavnih razmer na območju držav južne Evrope<sup>39</sup> se zdi takšna ideja zmeraj bolj primerna (Willis, 2010, 4. maj).

Predsednik Evropske komisije José Manuel Barroso je 2. junija letos v sporočilu za javnost dejal, da je pomanjkanje konkurence v industriji bonitetnega ocenjevanja še posebej zaskrbljujoča. Evropska bonitetna agencija bi tako lahko prinesla več konkurence in posledično bolj kakovostne bonitetne ocene. Evropska komisija bo v prihodnosti proučila, ali je za doseganje ciljev učinkovitega delovanja finančnega trga potrebno ustanoviti neodvisno Evropsko bonitetno agencijo (Sporočilo za javnost, 2010b, 2. junij).

### 3.2.3 Sistem registracije

Za način regulacije bonitetnih agencij, kjer je obvezen sistem registracije bonitetnih agencij, so se odločili tako v EU kot v ZDA. Registracijo in nadzor nad delovanjem bonitetnih agencij bo v EU izvajal Evropski organ za vrednostne papirje in trge<sup>40</sup>. V ZDA bo imela takšno pristojnost Ameriška agencija za nadzor nad trgom vrednostnih papirjev. Bonitetne agencije z

---

<sup>39</sup> Grčije, Portugalske, Španije in Irske.

<sup>40</sup> Več v četrtem delu diplomskega dela.

registracijo postanejo podvržene nadzornim mehanizmom. Bonitetne agencije morajo regulatorjem zagotavljati informacije ter jim dovoliti inšpekcijske preglede in preiskave. Ob ugotovljenih nepravilnostih morajo regulatorji imeti dovolj velike kazni za neposlušne bonitetne agencije, jim podati začasne prekinitve, omejitve ali pa jim celo odvzeti registracijo.

Takšen sistem je z vidika učinkovitosti koristen za manjše ali nove bonitetne agencije, saj jim je z regulativnim priznanjem podano mnenje, da imajo dovolj strokovnega znanje in so za to delo dovolj usposobljene. Z izdajo regulativne odobritve novim udeležencem sistem zagotavlja več alternativ izdajateljem in s tem poveča konkurenčnost industrije.

Vendar pa sistem regulacije vzbuja tudi določene skrbi. Prvič, koristen vpliv na konkurenco je odvisen od registracijskega sistema, napačno določena pravila bi lahko povzročila znatne ovire za vstop novih bonitetnih agencij (Cinquegrana, 2009, str. 1). Cinquegrana (2009, str. 1) vseeno meni, da je regulacija, ki jo je predlagala Evropska komisija, najbolj razumljiva rešitev, kljub morebitnemu povečanju ovir za vstop novim bonitetnim agencijam, saj se mora znova vzpostaviti zaupanje v proizvodnjo bonitetnih ocen.

Drugič, pri takšnem sistemu regulacije obstajajo dvomi, da bodo regulatorji imeli dovolj strokovnih znanj za pripravo zahtev, ki bodo vodile k izboljšanju kvalitete ocene. Takšno vpletanje lahko potlači inovacije v bonitetni industriji, saj bodo regulatorji lahko imeli težave pri ohranjanju stika pretoka novih finančnih izdelkov na finančne trge. Poleg tega Uredba o bonitetnih agencijah (Uredba št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah, 2009, L 302/13, Člen 8) izrecno obravnava metodologijo ocenjevanja, ki jih bodo morale bonitetne agencije uporabiti. V ZDA je takšno dejanje prepovedano z zakonom. Metodologije bodo v EU morale biti rigorozne, sistematične in ustaljene ter jih bo mogoče ovrednotiti na podlagi preteklih izkušenj, vključno s testiranjem nazaj.

Poleg tega obstaja velika nevarnost, da bodo udeleženci na trgu videli regulacijo kot formalno odobritev bonitetnih ocen. Udeleženci bodo še posebej dobili ta občutek v primerih, kadar bodo pristojni organi urejali vsebino bonitetnih ocen. To bi lahko še bolj okrepilo odvisnost investitorjev od bonitetnih ocen, regulativni organ pa bo zaradi tega odgovoren investitorjem za neuspešno delovanje bonitetnih agencij. S tega vidika je v poročilu Evropski komisiji ESME navedla, da ne misli, da je najbolje za regulatorje, da bi se postavili v položaj, v katerem lahko dajo takšne ravni potrdil (Role of Credit Rating Agencies, 2008, str. 22).

#### *3.2.4 Model na podlagi razkritja*

Pri tem pristopu gre za nekoliko šibkejšo obliko registracije. Nedavno je bil ta model izveden v Avstraliji, kjer so regulatorji zahtevali, da odobrene bonitetne organizacije razkrijejo svoje kodekse ravnanja za javnost in navedejo, v kolikšnem obsegu so njihove določbe skladne s Kodeksom ravnanja IOSCO. Bonitetne agencije bodo morale, ob pojavu odstopanj od Kodeksa ravnanja IOSCO, pojasniti zakaj je do takšnih odstopanj prišlo (Rousseau, 2009, str. 53).

Razkritje je obravnavano kot primerno orodje za regulacijo podjetij in finančnega trga zaradi več razlogov (Avgouleas, 2009, str. 8):

- s povečevanjem javno dostopnih informacij omogočimo, da udeleženci na trgu bolje opravijo odločitve o naložbah;
- izboljša se učinkovitost trga: večja dostopnost informacij vodi k boljšemu vrednotenju cen vrednostnih papirjev in drugih finančnih instrumentov;
- zmanjšuje stroške iskanja informacij;
- pospešuje poštenost, etičnost ter konkurenčnost na trgih, saj izbriše (skupaj z ukrepi o prepovedi trgovanja z notranjimi informacijami) prednosti notranjih informacij, ki jih uživajo člani nad ostalimi investitorji, ki so prisotni na finančnih trgih;
- lahko pomaga stabilizirati trg, s tem ko vsebuje informacije o nestanovitnosti trga;
- spodbuja tržno disciplino;
- odvraca goljufije.

Obvezno razkrivanje kodeksov ravnanja bonitetnih agencij bi lahko povzročilo dodatne disciplinske pritiske na bonitetne agencije. Večja razkritja bi lahko pomagala investitorjem pri preverjanju ugleda bonitetnih agencij ter bi omogočila identificiranje tistih bonitetnih agencij, ki nimajo ustreznih mehanizmov zaščite pred zlorabami. Izdajatelji bi se posledično izogibali tistim bonitetnim agencijam, kjer bi investitorji dvomili o zanesljivosti in neodvisnosti bonitetnih ocen (Rousseau, 2009, str. 53).

Formalno pristojnost nad bonitetnimi agencijami bi pri modelu na podlagi razkritja lahko prevzele komisije za vrednostne papirje. Bonitetne agencije bi morale regulatorjem vrednostnih papirjev zagotoviti vse informacije o svojem poslovanju. Ob potrebi bi morala odobrena bonitetna organizacija predložiti poročilo o delovanju postopkov ocenjevanja ter podati njihovo skladnost s Kodeksom ravnanja IOSCO. Regulatorji bi imeli pooblastila za preklice, spremembe ali prilagoditve imenovanja bonitetnih agencij kot odobrene bonitetne organizacije (Rousseau, 2009, str. 54).

Model razkritja zagotavlja mehanizem, ki spodbuja skladnost s Kodeksom ravnanja IOSCO. Je tudi stroškovno učinkovit, saj ne ustvarja celovitega sistema regulacije. Poleg tega se s tem pristopom izognemo prekrivanju regulacij bonitetnih agencij. Z obveznimi zahtevami po razkritju je takšen pristop učinkovitejši, kot je samoregulacijski Kodeks ravnanja IOSCO. Udeležencem na trgu je potrebno podati ustrezne informacije, da bi lahko ocenili vrednost in pomen bonitetnih ocen (Rousseau, 2009, str. 54).

Vendar pa ima tudi model na podlagi razkritja določene pomanjkljivosti (Rousseau, 2009, str. 55). Prvič, investitorji kljub popolnejšim razkritjem teh informacij ne razumejo, saj te informacije velikokrat temeljijo na zapletenih finančnih produktih. Nekatere informacije, ki jih pridobijo bonitetne agencije od izdajateljev ali sponzorjev, so zaupne narave in ne morejo biti razkrite javnosti. Bonitetne agencije bi pri tem pristopu ohranile svoje metodologije in postopke zasebno, saj je to temelj njihove konkurenčne prednosti. Vendar pa to prikrajša investitorje za informacije, ki bi jim omogočile ocenitev vedenja in delovanja bonitetnih

agencij. Tudi če bi lahko premagali te ovire, kritiki menijo, da zaradi nerazumevanja razkritja s strani investitorjev ta pristop ne bi povzročil tržno disciplino, kjer bi bilo potrebno.

### 3.3 Model optimalne regulacije bonitetnih agencij

Bonitetne agencije so bile pogostokrat kritizirane, da so objavljale netočne bonitetne ocene, ki so bile posledica konfliktov interesov med bonitetnimi agencijami in izdajatelji vrednostnih papirjev. Kljub večjim nepravilnostmi, ki so nastale pri ocenjevanju bonitetnih ocen, pa so bonitetne agencije ostale več ali manj neregulirane.

Forster (2008, str. 1-40) je v modelu proučeval optimalno regulacijo bonitetnih agencij<sup>41</sup>. Model Forsterja temelji na modelu Immordina in Pagana (2007). Pagan in Immordino sta analizirala optimalno regulacijo opravljanja računovodskih revizij (angl. *optimal regulation of auditing*). Problemi regulacije pri računovodskih revizijah so podobni kot pri bonitetnih agencijah. Računovodske družbe podobno kot bonitetne agencije preskrbijo investitorjem informacije. Računovodske družbe priskrbijo informacije delničarjem, medtem ko bonitetne agencije priskrbijo informacije investitorjem<sup>42</sup>.

#### 3.3.1 Investicijske banke, investitorji in bonitetne agencije

Forster (2008, str. 7) je sprva predpostavil okolje z univerzalno nevtralnostjo do tveganja in neprekinjenim številom investicijskih bank. Investicijska banka ima možnost, da investira v tvegane vrednostne papirje. Cilj investicije investicijske banke je, da bo kar največ iztržila od naložbenih možnosti. Forster (2008, str. 7) je tudi predpostavil, da brez dolžniškega financiranja investicijska banka ne bi mogla investirati. Prišel je do zaključka, da so bonitetne agencije vedno točne v primeru, ko je signal od investicijske banke dober - investicija v dolžniške vrednostne papirje je smotrna. Ko pa pride do slabega signala, točnost bonitetne ocene naraste s kvaliteto, ki je nameščena v bonitetnem procesu. Glede na tehnologijo, ki jo imajo bonitetne agencije, so pričakovani dobički ocenjene investicijske banke odvisni od tega, če pride do dobre bonitetne ocene. V primeru slabega signala zunanji investitorji ne bi bili pripravljeni dolžniško financirati investicijsko banko, zato bo prišlo do investicije investicijske banke samo v primeru, ko bo bonitetna agencija podala dobro bonitetno oceno. Če ima bonitetna ocena tako imenovano informativno vrednost, potem je za investicijsko banko optimalno, da pridobi bonitetno oceno.

#### 3.3.2 Povpraševanje in ponudba jasnih in nejasnih bonitetnih ocen

##### *Več bonitetnih agencij kot klientov*

---

<sup>41</sup> Forster je v modelu predpostavil, da je kvaliteta bonitetnih ocen nejasna, regulacija bonitetnih agencij pa draga.

<sup>42</sup> Delničarji priskrbijo lastniški kapital, investitorji pa priskrbijo dolžniško financiranje.

Bonitetne agencije bi si bile v primeru več bonitetnih agencij kot klientov popolnoma konkurenčne. Prihodki bonitetne agencije bi bili ustvarjeni z zaračunavanjem pristojbine  $\theta$ . Bonitetna agencija bi določila pristojbine, ki bi bile enake strošku izdaje bonitetne ocene  $\theta(q) = c(q)$ <sup>43</sup>. Simbol  $q$  pri tem pomeni izdano bonitetno oceno. Bonitetna agencija pri tem ne bi imela nobenega profita.

### *Več klientov od bonitetnih agencij*

Če je v gospodarstvu več investicijskih bank od bonitetnih agencij, potem je tržna moč na strani bonitetnih agencij. Bonitetnim agencijam se zaradi tega poveča dobiček  $\Pi^{CRA}$ . Dobitek bonitetne agencije  $\Pi^{CRA}$  je odvisen od informacijske vrednosti izdane bonitetne ocene.

$$\theta(q) = q(\text{info}) \quad (1)$$

V enačbi (1) je razvidno, da je za bonitetno agencijo v primeru, ko je na trgu prisotnih več investicijskih bank kot pa bonitetnih agencij, najbolj optimalno, da zaračuna investicijski banki pristojbino  $\theta(q)$ , ki je enaka informacijski vrednosti  $q(\text{info})$  izdane bonitetne ocene.

$$\Pi^{CRA}(q) = q(\text{info}) - c(q) \quad (2)$$

V enačbi (2) bo bonitetna agencija maksimira dobiček  $\Pi^{CRA}(q)$ , ko bo določila pristojbino  $\theta(q)$  izdane bonitetne ocene, ki bo enaka njeni informacijski vrednosti  $q(\text{info})$ . Maksimalni dobiček bonitetne agencije je odvisen od informacijske vrednosti  $q(\text{info})$  izdane bonitetne ocene in od stroškov  $c(q)$ , ki jih ima bonitetna agencija pri izdaji te bonitetne ocene.

Bonitetne agencije bi izdajale boljše bonitetne ocene, če bi bila prisotna večja konkurenca med bonitetnimi agencijami. Bonitetne agencije namreč lahko, zaradi pomanjkanja konkurence, izbirajo kvaliteto bonitetnih ocen, da bi maksimirale svoje dobičke (Forster, 2008, str. 13-16).

### *3.3.3 Optimalni standardi bonitetnega ocenjevanja*

Bonitetne agencije so zaradi netransparentnosti bonitetnih ocen premamljene, da zmanjšajo kvaliteto ocenjevanja. Da bi regulatorji ohranili potencialno družbeno blaginjo, ki jih prinašajo bonitetne ocene, morajo določiti minimalne bonitetne standarde. Regulatorji morajo, da bi ugotovili določena odstopanja kvalitete bonitetnih ocen, uporabiti drage tehnologije. Ob odstopanju določenih bonitetnih standardov, morajo biti pričakovane kazni  $\hat{K}$  bonitetni agenciji večje od dobičkov, ki jih je bonitetna agencija imela z izdajo bonitetne ocene.

---

<sup>43</sup> Forster (2008, str. 13) je v modelu predpostavil, da bonitetna agencija v nekem obdobju izda samo eno bonitetno oceno. Strošek izdaje te bonitetne ocene znaša  $c(q)$ . Stroški izdaje bonitetne ocene se povečujejo z izboljšanjem kvalitete bonitetne ocene.

$$\Pi^{CRA}(q) = \theta(q) - c(q) - \hat{K} \quad (3)$$

V enačbi (3) je dobiček bonitetne agencije  $\Pi^{CRA}$  odvisen od pristojbine  $\theta(q)$ , ki ga zaračuna bonitetna agencija investicijskih banki za izdano bonitetno oceno, od stroškov  $c(q)$ , ki jih ima pri izdaji ocene bonitetna agencija ter od pričakovanih kaznih  $\hat{K}$ , ki jih mora bonitetna agencija plačati za neupoštevanje bonitetnih standardov.

Optimalni napor regulatorjev je odvisen od kvalitete standardov. Če je standard bonitetnega ocenjevanja višji, so višji tudi stroški bonitetnega ocenjevanja. Ob višjih standardih imajo namreč bonitetne agencije večjo spodbudo, da se oddaljijo od standardov. Da bi bilo zvišanje standardov znosno, morajo biti kazni večje. Za dano kazen mora regulator povečati napor nadziranja, da bi izvršil zahtevnejše bonitetne standarde. Napor nadziranja zniža družbeno blaginjo. Za maksimiranje družbene blaginje je optimalno, da se kazni določijo na najvišji možni ravni. Kazni morajo biti tako velike, da izničijo skupno premoženje bonitetne agencije, ki se je akumuliralo v prejšnjem delovanju bonitetne agencije in profit, ki ga je bonitetna agencija imela v dejanskem obdobju, ko se je oddaljila od bonitetnih standardov. Optimalni bonitetni standardi, ki maksimirajo družbeno blaginjo, so manjši od prve najboljše rešitve, saj je nadzorovanje določenega bonitetnega standarda drago. Regulatorji bodo zato postavili manjše bonitetne standarde, kot pa bi jih ob prvi najboljši rešitvi (Forster, 2008, str. 16-21).

### 3.3.4 Optimalni bonitetni standardi ob prisotnosti konfliktov interesov

Forster (2008, str. 24-27) je za določitev optimalnih bonitetnih standardov, ob prisotnosti konfliktov interesov, predpostavil, da investicijska banka zaposli upravitelja portfelja. Njegova plača je, potem ko odštejemo pristojbino za izdajo bonitetne ocene in poplačilo dolga zunanjem investitorjem, odvisna od pridobitve dobre bonitetne ocene, zato ima upravitelj portfelja spodbudo, da prepriča bonitetno agencijo, da izda dobro bonitetno oceno. To lahko stori direktno, da ponudi podkupnino, ali pa to stori posredno, da sprejme dodatne svetovalne storitve.

Bonitetna agencija, ki je najeta za izdajo bonitetne ocene lahko omogoča svetovalne storitve bolj učinkovito, kot pa bi to storila neka druga konkurenčna bonitetna agencija, saj omogoča enako storitev po nižjih stroških. Pristojbina bonitetne agencije, iz naslova svetovalnih storitev, bo enaka strošku, ki bi ga druga bonitetna agencija imela pri opravljanju svetovalnih storitev investicijski banki. Dobičku, ki ga ima bonitetna agencija pri bolj učinkovitem opravljanju svetovalnih storitev, imenujemo *renta*. Renta, ki jo prejme bonitetna agencija z omogočanjem svetovalnih storitev, lahko deluje tudi kot podkupnina<sup>44</sup>.

---

<sup>44</sup> Izdajatelji vrednostnih papirjev so bili velikokrat pripravljani plačati za dodatne storitve le, če so v zameno dobili dobro bonitetno oceno. Takšno plačilo bonitetnim agencijam, iz naslova dodatnih storitev, pa lahko gledamo tudi kot podkupovanje (Forster, 2008, str. 23).



$$\Pi^{CRA}(q) = \theta(q) - c(q) + \text{renta} - \hat{K} \quad (4)$$

V enačbi (4) je dobiček bonitetne agencije  $\Pi^{CRA}(q)$  odvisen od pristojbine  $\theta(q)$  zaračunane za izdajo bonitetne ocene, od stroškov  $c(q)$ , ki jih ima pri tem bonitetna agencija, od *rente*, ki jo pridobi bonitetna agencija za svetovanje investicijski banki in od pričakovanih kaznih  $\hat{K}$ , ki jih mora bonitetna agencija plačati za neupoštevanje bonitetnih standardov.

Dodatne svetovalne storitve lahko povzročijo povečanje napačnih razporeditev finančnih sredstev<sup>45</sup>. Napačne razporeditve finančnih sredstev posledično povzroči zmanjšanje družbene blaginje bonitetnih ocen. Regulatorji morajo pri tem podati več napora, da bi dosegli enake bonitetne standarde, kot pa bi jih brez prisotnosti konfliktov interesov (Forster, 2009, str. 24-27).

### 3.3.5 Regulatorna intervencija in družbena blaginja

Model, ki ga je proučeval Forster (2008, str. 32-33) je pokazal, da lahko pristojbine iz naslova svetovanja delujejo kot podkupovanje bonitetnim agencijam. Če bonitetna agencija ponuja skupaj tako svetovalne kot ocenjevalne storitve, obstaja večja možnost za izdajo netočne ter visoke bonitetne ocene. Bonitetne agencije so bile zaradi takšnega vedenja v preteklosti močno kritizirane. Odgovor Forsterjevega modela na situacijo obstoječih konfliktov interesov je, da regulatorji preprosto izberejo nižje bonitetne standarde ali pa prepovejo skupno opravljanje svetovalnih in ocenjevalnih storitev<sup>46</sup> in s tem odpravijo morebitne konflikte interesov.

Prav tako je Forster (2008, str. 33) v modelu dokazal, da je za regulatorje racionalno, da posežejo v delovanje bonitetnih agencij, ko je ocenjevanje bonitetnih agencij netransparentno. Brez regulacije bi namreč bila kvaliteta bonitetnih ocen nizka, finančna sredstva pa bi bila napačno razporejena. Bonitetni standardi lahko posledično povečajo družbeno vrednost bonitetnih ocen.

## 4 REGULACIJA BONITETNIH AGENCIJ

Bonitetne agencije so bile do sedaj največje nenadzorovane mednarodne institucije v finančnem sistemu. V Evropi je bila želja po regulaciji podana še pred zasedenjem G20 v Washingtonu 15. novembra 2008. Ko je finančna kriza leta 2007 izbruhnila, so evropski politiki v krizi videli dokaz, da je samoregulacija bonitetnih agencij nezadostna. Politiki so

<sup>45</sup> Investicijske banke lahko, ob pravilni strukturi sredstev, pridobijo višjo bonitetno oceno dolžniškimi vrednostnim papirjem, kot pa bi si ti vrednostni papirji zaslužili. Višja bonitetna ocena tako omogoča večjo prodajo dolžniških vrednostnih papirjev.

<sup>46</sup> Evropska komisija je, zaradi večje prisotnosti konfliktov interesov pri opravljanju svetovalnih storitev izdajateljem vrednostnim papirjev, prepovedala skupno opravljanje svetovalnih in ocenjevalnih storitev.

bili in so še vedno v močnem položaju, da lahko odločilno vplivajo na oblikovanje novega mednarodnega finančnega reda. Evropska politika se je tako usmerila iz predvsem samoregulativnega pristopa, ki je bil dokaj liberalen v mednarodnem smislu, na dokaj strogo državno ureditev bonitetnih agencij. Čeprav so evropski oblikovalci politik vedeli, da bi lahko bila samo v celoti dosledna ureditev primerna za novi svetovni finančni red, je začetni osnutek zakonodaje bolj usmerjen proti samostojni evropski regulaciji (Utzig, 2010).

Regulacija bo uspela le, če bodo ustvarjalci politikov upoštevali, kaj lahko bonitetne ocene storijo in česar ne morejo doseči. Prav tako se z regulacijo ne bi smelo pretiravati, cilj reguliranja bonitetnih agencij bi vedno moral biti le, da bi bile njihove bonitetne ocene bolj zanesljive, ter da bi ublažili navzkrižje interesov. Veliko strokovnjakov meni, da ocenjevalne metodologije ne bi smele biti nadzorovane, saj bi takšna regulacija s strani države pomenila, da je le-ta delno odgovorna za objave bonitetnih agencij. Pri regulaciji bi bilo treba doseči dva cilja, in sicer zagotavljanje stabilnosti finančnega trga ter spodbujanje učinkovitosti finančnih trgov. Nihče ne bo pripomogel k strogi ureditvi, ki ovira inovacije ter rast v finančnem sektorju, saj regulacija ni sama sebi namen (Utzig, 2010, str. 7).

#### 4.1 Ureditev bonitetnih agencij pred finančno krizo

Pred izbruhom finančne krize leta 2007 je ureditev bonitetnih agencij v EU temeljila predvsem na samoregulaciji, katero je na nek način nadziral Kodeks osnovnih načel ravnanja za bonitetne agencije (angl. *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies* – v nadaljevanju Kodeks IOSCO). Kodeks IOSCO je nastal leta 2004, izdalo pa ga je Mednarodno združenje nadzornikov trga vrednostnih papirjev<sup>47</sup> (*International Organization of Securities Commissions* – v nadaljevanju IOSCO), kot odgovor na pomanjkljivost bonitetnih agencij v primeru Enrona ter WorldComa.

Kodeks ravnanja IOSCO temelji na neobveznih načelih. Od bonitetnih agencij je bilo pričakovati, da bodo Kodeks ravnanja IOSCO<sup>48</sup> vključile v svoje lastne kodekse ravnanja oziroma jasno pojasnile zakaj nekateri vidiki Kodeksa IOSCO niso bili sprejeti – *pristop »upoštevaj ali pojasni«*. Čeprav so pristojni organi spremljali skladnost s kodeksom IOSCO, ni bilo sankcij, zato jih bonitetne agencije niso v celoti upoštevale. Vendar pa je Kodeks ravnanja IOSCO omogočil bonitetni industriji sprejetje mednarodnih standardov delovanja bonitetnih agencij (Utzig, 2010, str. 7).

Leta 2005 je Odbor evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje<sup>49</sup> (*Committee of European Securities Regulators*, v nadaljevanju CESR) priporočil Evropski komisiji, da naj

---

<sup>47</sup> IOSCO je zelo pomemben mednarodni nosilec standardov nadzora trga vrednostnih. Ustanovljen je bil leta 1983.

<sup>48</sup> Vse tri največje bonitetne agencije (Moody's, Standard & Poor's in Fitch Ratings) so sprejele takšen prostovoljen okvir.

<sup>49</sup> CESR je neodvisni odbor regulatorjev in nadzornikov trga vrednostnih papirjev Evropske Unije. Njegova vloga in naloge so določene s statutom. Ustanovljen je bil na podlagi Sklepa Evropske Komisije z dne 6. junija 2001 (2001/527/EC), po objavi t.i. Lamfalussyjevega poročila o pomanjkljivostih zakonodajnega sistema na področju trga vrednostnih papirjev.

na ravni EU še ne regulira industrijo bonitetnega ocenjevanja. Namesto tega je CESR predlagala, da naj Evropska komisija sprejme pragmatičen pristop nadzorovanja in pregleduje bonitetne agencije, kako izvajajo standarde določene v Kodeksu IOSCO (CESR, 2005).

Januarja 2006 je Evropska komisija ugotovila, da ni potrebnih nobenih novih zakonodajnih predlogov, ker so stvari delovale kot take. Evropska komisija je menila, da so obstoječe direktive o finančnih storitvah, skupaj s samoregulacijo bonitetnih agencij na podlagi Kodeksa IOSCO, dovolj za odpravo vseh večjih vprašanj v zvezi z bonitetnimi agencijami (Sporočilo Komisije o bonitetnih agencijah, 2006, C 59/06).

Poleg Kodeksa IOSCO so za bonitetne agencije v EU bile/so še vedno pomembne tudi tri direktive (Role of Credit Rating Agencies, 2008, str. 6):

- *Direktiva o kapitalskih zahtevah*<sup>50</sup> (angl. *The Capital Requirements Directive - CRD*), ki jo izvaja Basel II. Da bi bile bonitetne agencije priznane kot zunanje bonitetne institucije (angl. *External Credit Assessment Institution* – v nadaljevanju ECAI) morajo v okviru standardiziranega pristopa izpolnjevati merila, kot so *objektivnost, neodvisnost, redno pregledovanje, transparentnost in razkritje*<sup>51</sup>. ECAI morajo pridobiti formalno priznanje in opraviti postopek potrditve s strani nacionalnih nadzornikov. Priznanje ECAI je pogoj za banke, da lahko uporabljajo ocene bonitetnih agencij za izračun tveganju prilagojenih sredstev v skladu z Direktivo o kapitalskih zahtevah.
- *Direktiva o zlorabi trga* (angl. *The Market Abuse Directive - MAD*), ki skrbi za reševanje posledic trgovanja z notranjimi informacijami in tržni manipulaciji<sup>52</sup>. V Direktivi 2003/125/ES je v uvodni izjavi navedeno, da bi bonitetne agencije morale razmisliti o sprejetju internih politik in postopkov, oblikovanih tako, da bi zagotovile pošteno predstavljene bonitetne ocene. Bonitetne agencije bi tudi morale ustrezno razkriti vse pomembne interese ali nasprotja interesov v zvezi s finančnimi instrumenti ali izdajatelji, na katere se njihove bonitetne ocene nanašajo.
- *Direktiva o trgu finančnih instrumentov* (angl. *The Markets in Financial Instruments Directive - MiFID*). Bonitetne agencije poleg izdaj bonitetnih ocen tudi nudijo investicijsko svetovanje, za to pa potrebujejo dovoljenje.

#### 4.2 Ureditev bonitetnih agencij po finančni krizi

Regulatorji so s sprejetjem Uredbe št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah in z revidiranjem Kodeksa IOSCO želeli predvsem povečati natančnosti bonitetnih ocen strukturiranim finančnim produktom. Njihov cilj je bil predvsem, da bi bonitetne agencije dale več pozornosti na zanesljivost informacij, ki zadevajo strukturirane vrednostne papirje, katere

---

<sup>50</sup> Direktiva 2006/48/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2006 o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij (preoblikovano).

<sup>51</sup> V prilogi 5 so opisana merila za priznavanje primernosti zunanjih bonitetnih institucij.

<sup>52</sup> Direktiva 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 28. januarja 2003 o trgovanju z notranjimi informacijami in tržni manipulaciji in Direktiva Komisije 2003/125/ES z dne 22. decembra 2003 o izvajanju Direktive 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi s pravično predstavitvijo naložbenih priporočil in razkrivanjem nasprotij interesov.

ocenjujejo, kot pa tudi, da bi te produkte bolje razumele. Podali pa so tudi potrebo po večjem spremljanju ter posodabljanju bonitetnih ocen, bolj preglednimi metodologijami in postopki.

#### *4.2.1 Revizija kodeksa IOSCO*

Finančna kriza 2007-2009 je vodila regulatorje do sklepa, da same določbe Kodeksa IOSCO iz leta 2004 ne zadostujejo. Kot rezultat je bil Kodeks IOSCO bistveno spremenjen v letu 2008. Spremembe so bile namenjene reševanju vprašanj, ki so se pojavila v zvezi z dejavnostjo bonitetnih agencij na trgu strukturiranih finančnih produktov. Čeprav revidirani Kodeks IOSCO še vedno ne vsebuje posebnih pravil glede metodologije, sedaj določa obsežne zahteve po razkritju, katerih namen je omogočiti investitorjem in regulatorjem, da pridobijo boljši vpogled v bonitetne ocene in se izognejo pretiranemu zanašanju na bonitetne agencije na račun svojih sodb<sup>53</sup>.

#### *Omejitve popravljenega kodeksa ravnanja IOSCO*

Da bi pravila popravljenega Kodeksa IOSCO delovala v celoti, bi bilo potrebno določene omejitve odpraviti. Nekatera pravila Kodeksa IOSCO so precej abstraktna ter splošna. Pravila v popravljenem Kodeksu IOSCO bi bilo treba bolje določiti, v nekaterih primerih pa celo prečistiti. Le učinkovitejša pravila, o delovanju bonitetnih agencij, bi omogočila lažjo uporabo v praksi. Poleg tega Kodeks IOSCO ne vsebuje mehanizma za njegovo izvrševanje, ampak so bonitetne agencije v njem samo pozvane, da navedejo razloge, če ga ne upoštevajo (Predlog Uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o bonitetnih agencijah, 2008, str. 2).

#### *Odgovor bonitetnih agencij na revidiran Kodeks IOSCO*

Bonitetne agencije so zaradi poslabšanja svojega ugleda začele bolj pregledovati svoje metodologije. Prav tako so začele tudi delati na ločenih dopolnilnih kazalnikih bonitetnih ocen za strukturirane proizvode, kot je na primer *izguba zaradi neplačila* in *resnost izgube, ocena kvalitete zavarovanj, verjetnost prehoda bonitetne ocene* ter *nestanovitnost*. Številne bonitetne agencije so se odločile izvajati številne ukrepe za reševanje nerešenih vprašanj v zvezi z neodvisnostjo, preglednostjo in kakovostjo bonitetnega procesa (Amadou, 2009, str. 24).

#### *4.2.2 Uredba EU o bonitetnih agencijah*

Na politični ravni je razvoj dogodkov v EU hitro presegel priporočila skupine CESR in ESME. Konec julija 2008 je Evropska komisija začela posvetovanja o urejanju bonitetnih agencij, ki jim je nato v novembru 2008 sledila objava predloga za Uredbo št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah (v nadaljevanju Uredba o bonitetnih agencijah). Po kontroverzni razpravi v Evropskem parlamentu in Svetu je bila Uredba o bonitetnih agencijah dne 23. aprila 2009

---

<sup>53</sup> Ključne točke popravljenega Kodeksa IOSCO so podane v prilogi 6.

sprejeta s strani Evropskega parlamenta, ki ga je odobril Svet ministrov 5. maja, zdaj pa se uporablja neposredno v vseh državah članicah Evropske unije.

Uredba vsebuje nekatere določbe, ki jih je prav tako mogoče najti v Kodeksu IOSCO, vendar pa so le-te *pravno zavezujoče*. Po drugi strani pa nekaj pomembnih točk zakonika ni bilo vključenih v uredbo EU. Negativna stran sprejetja je, da ni več jasno, kakšno vlogo ima zdaj Kodeks IOSCO v EU. Uredba tudi ni namen, da bi nadomestila že ustanovljeni proces priznavanja ECAI. ECAI, ki so že priznane v EU bodo morale zaprositi za registracijo v skladu z Uredbo o bonitetnih agencijah (Uredba št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah, 2009, L 302/8, Člen 2a).

Uredba o bonitetnih agencijah ureja delovanje bonitetnih agencij, ki imajo sedež v EU<sup>54</sup> ter tistih bonitetnih agencij, ki bonitetne ocene bodisi javno objavijo bodisi posredujejo svojim naročnikom. Pravil uredbe ni treba izpolnjevati bonitetni agenciji, ki bonitetne ocene ne objavi javno, temveč jih le posreduje individualiziranemu naročniku. Pravila uredbe se prav tako ne uporabljajo za sisteme, ki pripravljajo ocene kreditne sposobnosti v zvezi z obveznostmi, ki izhajajo iz potrošniških razmerij<sup>55</sup> ter za interne bonitetne ocene centralnih bank (Uredba št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah, 2009, L 302/8, Člen 2).

#### *Proces bonitetnega ocenjevanja:*

Uredba o bonitetnih agencijah določa, da morajo bonitetne agencije redno pregledovati svoje metodologije in modele. Da bi povečali zanesljivosti bonitetnih ocen, morajo bonitetne agencije sprejeti ustrezne ukrepe, da bodo informacije, ki jih uporabljajo, določene kakovosti in bodo s tem podpirale verodostojnost bonitetnih ocen. Prav tako morajo bonitetne agencije bolj učinkovito spremljati in posodabljati bonitetne ocene. Bonitetne agencije morajo uporabljati metodologije ocenjevanja, ki so rigorozne, sistematične in ustaljene ter jih je mogoče ovrednotiti na podlagi preteklih izkušenj, vključno s testiranjem za nazaj (Uredba št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah, 2009, L 302/13, Člen 8).

#### *Neodvisnost in izogibanje nasprotjem interesov:*

Da bi se preprečila morebitna nasprotja interesov, bi bonitetne agencije morale svojo poklicno dejavnost usmeriti v izdajo bonitetnih ocen. Bonitetni agenciji ne bi smelo biti dovoljeno opravljati posvetovalnih ali svetovalnih storitev. Bonitetna agencija zlasti ne bi smela dajati predlogov ali priporočil glede zasnove strukturiranih finančnih instrumentov. Vendar pa bi bonitetnim agencijam moralo biti dovoljeno opravljati pomožne storitve, kadar to ne povzroča potencialnih nasprotij interesov v zvezi z izdajo bonitetnih ocen (Uredba št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah, 2009, L 302/3).

---

<sup>54</sup> Bonitetno oceno izdano zunaj EU lahko odobri le bonitetna agencija registrirana v EU, ki je del iste skupine kot bonitetna agencija, ki je oceno izdala. Pri tem je bonitetna agencija, ki je bonitetno oceno odobrila, v celoti odgovorna za odobreno bonitetno oceno (Uredba št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah, 2009, L 302/9, Člen 4).

<sup>55</sup> Tak sistem v Sloveniji predstavlja na primer SISBON. SISBON je sistem, ki omogoča medbančno izmenjavo podatkov o boniteti strank, ki so fizične osebe (Butala, 2010, str. 42).

Bonitetne agencije morajo zagotoviti, da imajo njihovi zaposleni, ki sestavljajo odbor bonitetnega ocenjevanja, ustrezna znanja in izkušnje (Uredba št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah, 2009, L 302/12, Člen 7).

#### *Obveznost razkrivanja in preglednosti:*

Preglednost velja za učinkovito orodje pri obravnavanju napak na finančnih trgih. Predlagane reforme želijo povečati preglednost bonitetnih ocen in procesa ocenjevanja. Uredba o bonitetnih agencijah zahteva razkritja metodologij bonitetnih agencij, njenih modelov ter ključnih predpostavk bonitetnih ocenjevanja, ki se uporabljajo v bonitetnem procesu. Prav tako Uredba od bonitetnih agencij zahteva periodična razkritja podatkov o preteklih stopnjah neplačil bonitetnih kategorij. Evropska komisija je od skupine CESR zahtevala, da ustvari *javno dostopen centralni register standardiziranih podatkov* o rezultatih bonitetnih agencij<sup>56</sup> (Uredba št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah, 2009, L 302/13, Člen 11).

Uredba bonitetnim agencijam nalaga obveznosti, da neselektivno in pravočasno razkrivajo bonitetne ocene, prav tako zahteva, da morajo uporabljati drugačno bonitetno kategorijo za strukturirane finančne produkte ali zagotoviti dodatne informacije o njihovi značilnosti tveganja. S tem želi uredba investitorjem omogočiti, da bodo lahko razlikovali med bonitetnimi ocenami strukturiranih produktov ter tradicionalnih produktov (Uredba št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah, 2009, L 302/13, Člen 10).

Bonitetne agencije morajo tudi razkriti ali menijo, da imajo zadovoljivo kakovostne razpoložljive informacije o ocenjevalnih subjektih in v kolikšnem obsegu so bile posredovane informacije preverjene. Ko napovejo bonitetne ocene, morajo bonitetne agencije pojasniti v sporočilu za javnost ali poročati ključne elemente na katerih temeljijo bonitetne ocene (Uredba št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah, 2009, L 302/12, Člen 8).

#### *4.2.2.1 Pomanjkljivosti Uredbe št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah*

Zaradi omejenega obsega določil Uredbe o bonitetnih agencijah lahko pričakujemo le določene izboljšave. Pozitivne premike lahko pričakujemo tam, kjer so se bonitetne agencije soočale s problemi navzkrižja interesov ali splošnih težav pri opravljanju bonitetnih agencij. Ključna nerešena vprašanja, kot so pomanjkanje konkurence na trgu bonitetnih ocen, odgovornosti in predvsem procikličnega vpliva bonitetnih ocen, pa ostajajo nerešeni.

Evropska centralna banka (v nadaljevanju ECB) je poudarila, da je pri regulaciji bonitetnih agencij v EU potrebno premisliti (Mnenje ECB o bonitetnih agencijah, 2009, C 115/1-8):

- podvajanje postopkov za priznavanje bonitetnih agencij kot ECAI<sup>57</sup> s strani bančnih nadzornikov;

---

<sup>56</sup> Po predlaganih spremembah Uredbe št. 1060/2006 o bonitetnih agencijah bo to vlogo dobila ESMA (Predlog sprememb Uredbe št. 1060/2006 o bonitetnih agencijah, 2010, str. 17).

<sup>57</sup> Te zahteve so v okviru EU Direktive o kapitalskih zahtevah (angl. *Capital Markets Directiv* - CRD).

- potrebe po zagotovitvi primerne ravni vključitve ECB, ki bi imela težo glede pomembnosti finančne stabilnosti in obstoječe ravni okvira Evrosistema pri spremljanju bonitetnih agencij.

#### 4.2.2.2 Nezaželene posledice regulacije bonitetnih agencij

Možnih je več vzrokov, da regulacija ne bo tako uspešna, kot bi si želeli (Rousseau, 2009, str. 37). Prvi je, da regulacija povzroča stroške, kateri nastanejo z intervencijo državnih ustanov. Stroški lahko presežejo določene pridobitve učinkovitosti, ki so nastale zaradi bolj učinkovite regulacije. Regulatorji bodo tako mogli sprejeti ravno pravnšno stopnjo regulacije, da bo le-ta smotna ter stroškovno učinkovita. Drugi neuspeh pa lahko nastane zaradi pristojnosti javnih uslužbencev in objektivnosti vodenja njihovih intervencij. Cilji učinkovite regulacije so lahko ogroženi, kadar zasebne interesne skupine zajemajo regulacijo. Pri tem lahko pride do tveganja, da bo regulacija pristranska. Zaradi tega je potrebno področje uporabe omejiti na območja, kjer obstaja jasen primer za tržno nepopolnost. Kjer ima trg spodbudo, da popravi morebitne slabosti, je torej potrebno manj intervencij regulacije.

#### 4.2.3 Novi finančni nadzor nad bonitetnimi agencijami

Izkušnje s finančno krizo so izpostavile pomembne pomanjkljivosti finančnega nadzora nad bonitetnimi agencijami. Evropska komisija je v okviru prizadevanj za preprečitev nadaljnjih finančnih kriz in okrepitev finančnega sistema 2. junija 2010 predlagala spremembo Uredbe št. 1060/2009 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. septembra 2009 o bonitetnih agencijah. Predlog sprememb temelji na ugotovitvah skupine strokovnjakov na visoki ravni, ki jim predseduje Jacques de Larosière (Predlog sprememb Uredbe št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah, 2010, str. 2)<sup>58</sup>.

Ključni elementi reforme, ki jih predlaga Evropska komisija (Predlog sprememb Uredbe št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah, 2010, str. 2):

- Vzpostavitev Evropskega sistema finančnih nadzornikov (angl. *European System of Financial Supervisors* – v nadaljevanju ESFS). ESFS bo sestavljal mrežo nacionalnih finančnih nadzornih organov, ki bodo delali v povezavi z novimi Evropskimi nadzornimi organi (angl. *European Supervisory Authorities* – v nadaljevanju ESA)<sup>59</sup>. ESA bo sestavljena iz Evropskega bančnega organa (angl. *European Banking Authority* – v nadaljevanju EBA), Evropskega organa za vrednostne papirje in trge (angl. *European*

<sup>58</sup> De Larosièrova skupina je februarja 2009 predstavila novi evropski okvir za varovanje finančne stabilnosti. V prilogi 7 je na sliki 4 prikazana shema možne ureditve evropskega okvirja za varovanje finančne stabilnosti.

<sup>59</sup> ESA bo ustanovljena s preoblikovanjem obstoječih Evropskih nadzornih odborov (angl. *European Supervisory Committees*), to je s preoblikovanjem Odbora evropskih bančnih nadzornikov (angl. *Committee of European Banking Supervisors* - CEBS), Odbora evropskih nadzornikov za zavarovanja in poklicne pokojnine (angl. *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors* - CEIOPS) in Odbora evropskih regulatorjev trgov vrednostnih papirjev (angl. *Committee of European Securities Regulators* - CESR).

*Securities Market Authority* – v nadaljevanju ESMA) in Evropskega organa za zavarovanja in poklicne pokojnine (angl. *European Insurance and Occupational Pensions Authority* – v nadaljevanju EIOPA). ESFS bo nadziral posamezne finančne institucije – temu nadzoru pravimo »mikro-bonitetni nadzor«.

- Ustanovitev Evropskega odbora za sistemska tveganja (angl. *European Systemic Risk Board* – v nadaljevanju ESRB). ESRB bo spremljal in ocenil morebitna tveganja za finančno stabilnost, ki izhaja iz makroekonomskega razvoja in razvoja finančnega sistema kot celote – temu nadzoru pravimo »makro-bonitetni nadzor«. V ta namen bo lahko ESRB zagotovil zgodnje opozarjanje sistemskih tveganj, ki se gradijo in kjer bo nujno, bo izdal priporočila za ukrepanje obvladovana teh tveganj.

Ureditev finančnega nadzora se je pokazala kot ena izmed večjih sistemskih pomanjkljivosti, ki je pripomogla h globini in razmahu krize. Cilj reforme finančnega nadzora je okrepiti makro- in mikro-bonitetni nadzor v EU ter vzpostaviti sistem jasnih in nedvomnih opozoril o možnih virih tveganj. Ključni elementi reforme so krepitev nadzora finančnih institucij, vzpostavitev enotnih tehničnih pravil, identifikacija tveganj v zgodnji fazi, skupno ukrepanje v izrednih razmerah ter posredovanje v sporih med nacionalnimi nadzorniki (Slovenska izhodna strategija 2010-2013, 2010, str. 5).

Evropska komisija poskuša s prenovljenim finančnim nadzorom vzpostaviti bolj učinkovit, integriran in trajnostni sistem nadzora. Glede bonitetnih agencij ima Evropska komisija dva poglobljena cilja (Sporočilo za javnost, 2010a, 2. junij):

- zagotovitev učinkovitega in centraliziranega nadzora na evropski ravni;
- povečanje preglednosti v zvezi z entitetami, ki zahtevajo bonitetno ocenjevanje, tako da bodo imele vse bonitetne agencije dostop do istih informacij.

Po predlaganih spremembah bo izključna pooblastila za nadzor nad bonitetnimi agencijami, ki so registrirane v EU, dobil organ ESMA. Organ ESMA bo predvidoma začel delovati januarja 2011 (Sporočilo za javnost, 2010a, 2. junij). Organ ESMA bo odgovoren za registracijo in nadzor nad bonitetnimi agencijami. Organ ESMA bo spremljal ali bonitetne agencije delujejo v skladu s pravili popravljene Uredbe o bonitetnih agencijah. Pri tem bo, v skladu z dodeljenimi nadzornimi pooblastili, organ ESMA lahko zahteval ustrezne informacije, zaslišal osebe, pregledal evidence in izvajal preiskave na kraju samem. Prav tako bo sprejemal ustrezne nadzorne ukrepe in bo, odvisno od resnosti kršitve, izdajal javna obvestila o preklicu registracije določene agencije (Sporočilo za javnost, 2010, 3. junij).

S temi spremembami naj bi se izboljšal nadzor nad bonitetnimi agencijami, povečala naj bi se konkurenca ter okrepila zaščita investitorjev.

#### *Vloga nacionalnih pristojnih organov*

Organ ESMA bo imel pristojnost, da bo pooblastila preusmeril na nacionalne organe. Pristojni nacionalni organi bodo tako imeli možnost, da bodo zaprosili organ ESMA, da preveri ali določena bonitetna agencija krši določila uredbe, vendar pa bo vsa odgovornost ostala organu ESMA. V nasprotju z bankami in zavarovalnicami, bonitetne storitve niso povezane z



določenimi ozemlji, bonitetne ocene pa uporabljajo finančne institucije po vsej Evropi. Evropski nadzorni okvir mora zaradi tega zagotoviti eno samo kontaktno točko za registrirane bonitetne agencije (Sporočilo za javnost, 2010, 3. junij).

Nacionalni nadzorniki bodo še naprej ostali odgovorni za nadzor nad uporabo bonitetnih ocen posameznih subjektov (angl. *individual entities*). Kot nacionalni nadzorniki bodo lahko zbirali posebne informacije o uporabi bonitetnih ocen, morali bodo zahtevati od organa ESMA, da preuči umik registracije bonitetne agencije ali poda začasen preklic uporabe bonitetnih ocen. Vendar pa pristojni nacionalni organi ne bodo imeli pooblastil za ukrepanje nadzora nad bonitetnimi agencijami, če so v kršitvi uredbe. Poleg tega bodo pristojni organi dolžni sodelovati z organom ESMA, ko bo organ menil, da je to potrebno, zato bodo države članice morale ohraniti primerne organe, ki so jih imenovala po Uredbi o bonitetnih agencijah (Predlog sprememb Uredbe št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah, 2010, str. 4).

#### *Prednosti novega finančnega nadzora nad bonitetnimi agencijami*

Bonitetne agencije in uporabniki bonitetnih ocen bodo od novega nadzornega okvirja imeli mnogo koristi. Bonitetne agencije bodo zaradi tega delovale v mnogo bolj preprostem nadzornem okolju in bodo imele samo en centraliziran nadzorni organ – *Evropski organ za vrednostne papirje in trge*, ki bo odgovoren za njihovo registracijo in nadzor na ravni EU. Z novo nadzorno strukturo bodo odločitve v posameznih primerih potekale hitreje, tveganja neskladne uporabe zakonodaje na ravni EU ali nasprotujoče si pristojnosti med nadzorniki, pa bodo odpravljene. Uporabniki bonitetnih ocen bodo zaradi tega imeli višjo kakovost bonitetnih ocen in bodo imeli večjo preglednost nad nejavnostjo bonitetnih agencij (Sporočilo za javnost, 2010, 3. junij).

## SKLEP

Bonitetne agencije bodo v prihodnosti morale zagotoviti kakovostnejše bonitetne ocene. Pri tem bodo bonitetne agencije morale spodbujati izdajatelje in originatorje, da bodo javno razkrili vse ustrezne informacije v zvezi s kompleksnimi strukturiranimi proizvodi. Prav tako se bodo bonitetne agencije morale uspešneje soočati s problemi navzkrižja interesov, rešiti nepravilnosti in pomanjkljivosti pri postavitvi metodologij, modelov ter ključnih predpostavk, ki se uporabljajo za določanje bonitetnih ocen.

V prihodnosti bo potrebno dati večjo pozornost na sistemska tveganja, ki jih povzročajo bonitetne ocene. Bonitetne agencije lahko s postavitvijo nepravilnih bonitetnih ocen povzročijo destabilizacijska gibanja na finančnih trgih. Takšnim trenjem smo bili nedavno priča v državah južne Evrope, ki pa so vplivala na celotno evroobmočje. Zaradi tega bo potrebno proučevati bonitetne ocene in njihov vpliv tudi v času gospodarskega razcveta. Pri tem bi tako

lahko pristopili k problemu bistveno hitreje, kot pa se je to zgodilo ob finančni krizi 2007-2009.

Regulacija, ki jo je predlagala Evropska komisija, se zdi najbolj razumna rešitev, vendar pa bi napačno določena pravila lahko povzročila znatne ovire za vstop novih bonitetnih agencij. Evropska bonitetne agencija bi lahko pomembno vplivala na izboljšanje konkurenčnosti, poleg tega bi v finančni prostor lahko prinesla nekoliko večjo stabilnost.

Nedavne spremembe v EU na področju regulacije kažejo, da gre Evropa v pravo smer. S postavitvijo novega Evropskega organa za vrednostne papirje in trge bodo bonitetne agencije delovale v mnogo bolj preprostem nadzornem okolju. Z novo nadzorno strukturo bodo odločitve v posameznih primerih potekale hitreje, tveganja neskladne uporabe zakonodaje na ravni EU ali nasprotujoče si pristojnosti med nadzorniki, pa bodo odpravljene. Pri tem bodo od tega imeli večjo korist tudi uporabniki, saj bodo zaradi tega bonitetne ocene kakovostnejše ter preglednejše.

## LITERATURA IN VIRI

1. About CESR (2010). *CESR*. Najdeno 27. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://www.cesr-eu.org/index.php?page=cesrinshort&mac=0&id=>
2. Amadou, S. (2009). The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets. *IMF Working Paper*. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09129.pdf>
3. Amato, J. & Furfine, C. (2003). Are Credit Ratings Procyclical? *BIS Working Papers*. Najdeno 14. februarja 2010 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=384080](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=384080)
4. Amtenbrink, F. & Haan, J. (2009). Regulating Credit Rating Agencies in the European Union: A Critical First Assessment of the European Commission Proposal. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1394332](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1394332)
5. Avgouleas, E. (2009, avgust). The Global Financial Crisis and Disclosure Paradigm in European Financial Regulation: The Case for Reform. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1486302](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1486302)
6. Beloglavec T., B. & Beloglavec T., S. (2010). Nujnost sprememb v delovanju bonitetnih agencij. *Bančni vestnik*, 59(4), 34-40.
7. Blaurock, U. (2007, december). Control and Responsibility of Credit Rating Agencies. *Netherlands comparative law association*. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.ejcl.org/113/article113-16.pdf>
8. Becker, B. & Milbourn, T. (2008). Reputation and Competition: Evidence from the Credit Rating Industry. *Harvard Business School*. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1278150](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1278150)
9. Bolton, P., Freixas, X. & Shapiro, J. (2009). The Credit Ratings Game. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1428288](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1428288)
10. Butala, A. (2010). Nova evropska ureditev delovanja bonitetnih agencij in uporabe bonitetnih ocen. *Bančni vestnik*, 59(4), 41-44.
11. Calomiris, C. (2009, april). Bank Regulatory Reform in the Wake of the Financial Crisis. *Columbia Business School*. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu [http://siteresources.worldbank.org/INTFR/Resources/Charles\\_Calomiris.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INTFR/Resources/Charles_Calomiris.pdf)
12. CESR's Technical Advice to the European Commission on Possible Measures Concerning Credit Rating Agencies (2005, marec). *CESR*. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu [http://www.euractiv.com/29/images/CESR%20credit%20rating%20agencies%20March%2005\\_tcm29-151345.pdf](http://www.euractiv.com/29/images/CESR%20credit%20rating%20agencies%20March%2005_tcm29-151345.pdf)
13. Chany, N., Getmansky, M., Hass, S. & Lo, A. (2005, februar). Systemic Risk and Hedge Funds. *MIT Sloan School of Management*. Najdeno 26. septembra 2010 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=671443](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=671443)
14. Cinquegrana, P. (2009). The Reform of the Credit Rating Agencies: A Comparative Perspective. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1489743](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1489743)

15. Code of conduct fundamentals for credit rating agencies (2008, maj). *The technical committee of the international organization of securities commissions*. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.fsa.go.jp/inter/ios/f-20041224-3/04.pdf>
16. Communication from the Commission on Credit Rating Agencies (2006, marec). *Official Journal of the European Union*. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2006:059:0002:0006:EN:PDF>
17. Coffee, J.C. (2010, julij). Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly. Najdeno 5. septembra 2010 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1650802](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1650802)
18. Credit Risk Transfer: Developments from 2007 to 2007 (2008, julij). *The Joint Forum, BCBS*. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/publ/joint21.pdf?noframes=1>
19. Crouhy, M., Jarrow, R. & Turnbull, S. (2008, julij). The Subprime Credit Crisis of 07. Najdeno 5. maja 2010 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1112467](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1112467)
20. De Larosière Group (2009, februar). The High-Level Group on Financial Supervision in the EU. Najdeno 5. februarja 2010 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)
21. Declaration summit on financial markets and the world economy (2008, november). *Group of Twenty*. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu [http://www.g20.org/Documents/g20\\_summit\\_declaration.pdf](http://www.g20.org/Documents/g20_summit_declaration.pdf)
22. Delovni dokument št. 3 o finančnem nadzoru in regulaciji (2010, marec). *Posebni odbor za finančno, gospodarsko in socialno krizo*. Najdeno 27. avgusta 2010 na spletnem naslovu [http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009\\_2014/documents/cris/dt/807/807009/807009\\_sl.pdf](http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/cris/dt/807/807009/807009_sl.pdf)
23. Direktiva 2006/48/ES Evropskega Parlamenta in Sveta o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij (preoblikovano) (2006, junij). *Uradni list Evropske Unije*. Najdeno 27. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:177:0001:0200:SL:PDF>
24. Evropska komisija bonitetne agencije poziva k odgovornosti (2010, 28. april). *Novice.Dnevnik.si*. Najdeno 27. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://www.dnevnik.si/novice/eu/1042355705>
25. Festić, M. (2010). Globalizacija in sistemsko tveganje. *Bančni vestnik*, 59(5), 11-14.
26. Financial Stability Report (2007, oktober). Bank of England. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/2007/fsrfull0710.pdf>
27. Forster, J. (2008). The Optimal Regulation of Credit Rating agencies. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu [http://epub.ub.uni-muenchen.de/5169/1/Forster\\_CRA\\_Regulation.pdf](http://epub.ub.uni-muenchen.de/5169/1/Forster_CRA_Regulation.pdf)
28. Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness (2008, april). *IMF*. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2008/01/pdf/text.pdf>
29. Grauwe, P. (2010, februar). Crisis in the eurozone and how to deal with it. *CEPS*. Najdeno 27. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://www.ceps.eu/book/crisis-eurozone-and-how-deal-it>

30. Grundfest, J. & Petrova, E. (2009). Buyer owned and controlled rating agencies: a summary introduction. *Stanford Law School and The Rock Center on Corporate Governance*. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.sec.gov/comments/4-579/4579-10.pdf>
31. Herman, U. (2008, junij). Vpliv ameriške hipotekarne krize na zadolžnice, zavarovane z dolgom. *Diplomsko delo*.
32. Hunt, J. (2008, september). Credit Rating Agencies and the Worldwide Credit Crisis : The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement. *University of California*. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1267625](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1267625)
33. Immordino, G. & Pagano, M. (2007). Optimal Regulation of Auditing. Najdeno 1. septembra na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=986551](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=986551)
34. Janevska, L. (2004). Prenos kreditnega tveganja. *Bančni vestnik*, 53 (3), 42-47.
35. Janevska, L. & Kovač, M. (2003). Poročilo z delavnice. Workshop on credit risk, risk mitigation and securitization techniques. *Banka Slovenije*.
36. Kennedy, S. & Totaro, L. (2010, 3. maj). ECB Scraps Greek Debt Collateral Rules Indefinitely. *Bloomberg*. Najdeno 27. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/news/2010-05-03/ecb-suspends-collateral-rules-regarding-greek-bonds-until-further-notice-.html>
37. Klein, B. & Leffler, K. (1984). The role of market forces in assuring contractual performance. *Journal of political economy*. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://oz.stern.nyu.edu/cite05/readings/cabral2.pdf>
38. Kovač, S. (2006, maj). Vloga in razvoj mednarodnih rating agencij Moody's, Standard & Poor's in Fitch. *Magistrsko delo*.
39. Lannoo, K. (2008). Scapegoat or free-riders? Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.ceps.be/book/credit-rating-agencies-scapegoat-or-free-riders>
40. Listokin, Y. & Taibleson, B. (2010, april). If You Misrate, Then You Lose: Improving Credit Rating Accuracy Through Incentive Compensation. Najdeno 5. maja 2010 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1535514](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1535514)
41. Lynch, T. (2009, april). Deeply and Persistently Conflicted: Credit Rating Agencies in the Current Regulatory Environment. *Indiana University Maurer School of Law – Bloomington*. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1374907](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1374907)
42. Maris, P. (2009). The Regulation of Credit Rating Agencies in the US and Europe: Historical Analysis and Thoughts on the Road Ahead. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1434504](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1434504)
43. Marn, U. (2010, 7. maj). Krivda bonitetnih agencij, kdo so ti fantomi in gospodarji lutk? *Mladina tednik*. Najdeno 27. avgusta 2010 na spletnem naslovu [http://www.mladina.si/tehdnik/201019/krivda\\_bonitetnih\\_agencij](http://www.mladina.si/tehdnik/201019/krivda_bonitetnih_agencij)
44. Marzavan, C. & Stamule, T. (2009). Conflicts of Interest's Management Within Credit Rating Agencies. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.managementmarketing.ro/pdf/articole/155.pdf>
45. Mednarodno sodelovanje (2010). *ATVP*. Najdeno 27. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://www.atvp.si/Default.aspx?id=73>
46. Mnenje ECB z dne 21. aprila 2009 o predlogu uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o bonitetnih agencijah (2009). *Uradni list EU*. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem

- naslovu Uredba št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah (2009, 17. november). *Uradni list EU*. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu
47. Mrak, M. (2008). Poor Performance of Rating Agencies and Current Financial Crisis. *Bančni vestnik*, 57(11), 30-33.
  48. No Easy Regulatory Solutions (2009, oktober). Crisis response. *The world bank group*. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1485140](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1485140)
  49. Oblak, K. (2010a). Bonitetne agencije v luči aktualne finančne krize (1). *Bančni vestnik*, 59(6), 43-48.
  50. Oblak, K. (2010b). Bonitetne agencije v luči aktualne finančne krize (2). *Bančni vestnik*, 59(7-8), 67-71.
  51. Pagano, M. & Volpin, P. (2009). Credit Ratings Failures and Policy Options. *CSEF Working paper*. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.csef.it/WP/wp239.pdf>
  52. Partnoy, F. (1999). The Siskel and Ebert of Financial Markets? Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=167412](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=167412)
  53. Povzetek ocene učinka (2008, 12. november). *Delovni dokument služb Komisije priložen predlogu Uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o bonitetnih agencijah*. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/agencies/resume\\_impact\\_assesment\\_sl.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/resume_impact_assesment_sl.pdf)
  54. Predlog Uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o bonitetnih agencijah (2008, november). *Komisija Evropskih Skupnosti*. Najdeno 5. februarja 2010 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)
  55. Predlog sprememb Uredbe št. 1060/2009 o bonitetnih agencijah (2010, junij). *Regulation of the european parliament and of the council*. Najdeno 1. avgusta 2010 na spletnem naslovu [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/agencies/100602\\_proposal\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/100602_proposal_en.pdf)
  56. Rant, V. (2008, november). Anatomija globalne finančne krize. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu [http://miha.ef.uni-lj.si/\\_dokumenti3plus2/191083/055\\_068\\_PKP\\_08\\_Anatomija.pdf](http://miha.ef.uni-lj.si/_dokumenti3plus2/191083/055_068_PKP_08_Anatomija.pdf)
  57. Ratings in Structured Finance: What Went Wrong and What Can be Done to Address Shortcomings? (2008, julij). *CGFS Papers*. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/publ/cgfs32.pdf>
  58. Rehn kritizira bonitetno hišo Moody's (2010, 15. junij). *Delo.si*. Najdeno 27. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://www.delo.si/clanek/109704>
  59. Report on the Activities of Credit Rating Agencies (2003). IOSCO. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD153.pdf>
  60. Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience (2008, april). *FSF*. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_0804.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0804.pdf)
  61. Report on the Subprime Crisis (2008, maj). *IOSCO*. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.iasplus.com/iosco/0805ioscosubprimereport.pdf>
  62. Review of the Differentiated Nature and Scope of Financial Regulation (2010, januar). *The Joint Forum*. Najdeno 14. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/publ/joint24.pdf>

63. Role of Credit Rating Agencies (2008, junij). ESME. Najdeno 5. februarja 2010 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)
64. Rousseau, S. (2009). Regulating Credit Rating Agencies after the Financial Crisis: The Long and Winding Road Toward Accountability. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1456708](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1456708)
65. Russian RMBS and Rating Process Overview (2006). *Moody's Investors Service*. Najdeno 5. maja 2010 na spletnem naslovu [http://www.ifc.org/ifcext/rpmdp.nsf/AttachmentsByTitle/Moody%27s+Presentation+1+Eng/\\$FILE/Microsoft+PowerPoint+-+1\\_Russian+RMBS+Developments+%28IFC+Moscow+Seminar%29.ppt.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/rpmdp.nsf/AttachmentsByTitle/Moody%27s+Presentation+1+Eng/$FILE/Microsoft+PowerPoint+-+1_Russian+RMBS+Developments+%28IFC+Moscow+Seminar%29.ppt.pdf)
66. Skreta, V. & Veldkamp, L. (2008). Rating Shopping and Asset Complexity: A Theory of Ratings Inflation. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1295503](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1295503)
67. Slovenska izhodna strategija 2010-2013 (2010, februar). Najdeno 27. avgusta 2010 na spletnem naslovu [http://www.vlada.si/fileadmin/dokumenti/si/projekti/Protikrizni\\_ukrepi/izhod\\_iz\\_krize/IZ\\_HODNA\\_STRATEGIJA.pdf](http://www.vlada.si/fileadmin/dokumenti/si/projekti/Protikrizni_ukrepi/izhod_iz_krize/IZ_HODNA_STRATEGIJA.pdf)
68. Spletne strani Edgan Jones. Najdeno 5. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.egan-jones.com/>
69. Sporočilo Komisije o bonitetnih agencijah (2006). Uradni list EU (2006/C 59/02). Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2006:059:0002:0006:SL:PDF>
70. Sporočilo za javnost (2010a, 2. junij). IP/10/656. Najdeno 1. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/10/656&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>
71. Sporočilo za javnost (2010b, 2. junij). SPEECH/10/287. Najdeno 27. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/10/287>
72. Sporočilo za javnost (2010, 3. junij). MEMO/10/230. Najdeno 27. septembra 2010 na spletnem naslovu <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/10/230>
73. Stocktaking on the Use of Credit Ratings (2009, junij). *BCBS*. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/publ/joint22.pdf>
74. Summary report of issues identified in the commission's staff examinations of select credit rating agencies (2008, julij). *SEC*. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf>
75. The Fundamentals of Structured Finance Ratings (2007, avgust). *Standard & Poor's*. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu [http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/structuredincome/Fundamentals\\_SF\\_Ratings.pdf](http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/structuredincome/Fundamentals_SF_Ratings.pdf)
76. The incentive structure of the 'originate and distribute' model (2008, december). *ECB*. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/incentivestructureoriginatedistributemodel200812en.pdf>
77. The role of credit rating agencies in structured finance (2008, februar). *CESR*. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu [http://www.cesr-eu.org/data/document/08\\_036.pdf](http://www.cesr-eu.org/data/document/08_036.pdf)

78. The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets (2008, maj). IOSCO Technical Committee. *Consultation Report*. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD270.pdf>
79. Toward a Global Regulatory Framework for Credit Ratings (2009, marec). *Standard & Poor's ratings services*. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/media/GlobalRegReport.pdf>
80. Uredba št. 1060/2009 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. septembra 2009 o bonitetnih agencijah (2009). *Uradni list EU*. Najdeno 5. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/JOHtml.do?uri=OJ:L:2009:302:SOM:SL:HTML>
81. Utzig, S. (2010, januar). The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective. *ADBI Working Paper Series*. Najdeno 14. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.adbi.org/files/2010.01.26.wp188.credit.rating.agencies.european.banking.pdf>
82. Willis, A. (2010, 4. maj). Merkel backs creation of European credit rating agency. *EUobserver.com*. Najdeno 30. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://euobserver.com/9/30001>



## PRILOGE

Priloga 1: Razlaga bonitetnih ocen agencij Moody's, S&P in Fitch .....	1
Priloga 2: Strukturirani finančni instrumenti .....	2
Priloga 3: Možnost politike za odpravo bistvenih nepravilnosti bonitetnih agencij .....	3
Priloga 4: Karte bonitetnih ocen .....	4
Priloga 5: Merila za priznavanje primernosti zunanjih bonitetnih institucij .....	5
Priloga 6: Popravljeni Kodeks IOSCO .....	6
Priloga 7: Novi evropski okvir za varovanje finančne stabilnosti (De Larosière Group) .....	7
Priloga 8: Slovar slovenskih prevodov tujih izrazov .....	8
Priloga 9: Slovar kratic .....	9

Priloga 1: Razlaga bonitetnih ocen agencij Moody's, S&P in Fitch

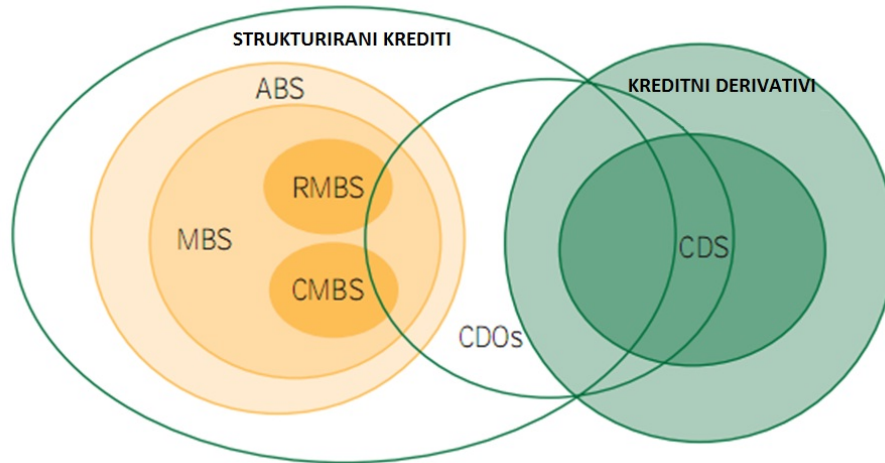
Tabela 1: Razlaga bonitetnih ocen agencij Moody's, S&P in Fitch

Moody's		S&P		Fitch			
Dolgoročne	Kratkoročne	Dolgoročne	Kratkoročne	Dolgoročne	Kratkoročne		
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	Prvorazredni	
Aa1		AA+		AA+		Visoki kakovostni razred	
Aa2		AA		AA			
Aa3		AA-		AA-			
A1	P-2	A+	A-1	A+	F1	Zgornji srednji razred	
A2		A		A			
A3	P-3	A-	A-2	A-	F2	Spodnji srednji razred	
Baa1		BBB+		BBB+			
Baa2		BBB		BBB			
Baa3		BBB-	A-3	BBB-	F3		
Ba1	Ne prvorazredne	BB+	B	BB+	B	Špekulativni razred	
Ba2		BB		BB			
Ba3		BB-		BB-			
B1		B+		B+			
B2		B		B			
B3		B-		B-			
Caa1		C	CCC+	C	CCC	C	Precejšnje tveganje
Caa2			CCC				Izjemno špekulativni razred
Caa3			CCC-				
Ca			CC				Neplačilo dolga, zelo malo možnosti za izterjavo
/	D	/	DDD	/	Neplačilo dolga		
/			DD				
/			D				

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

## Priloga 2: Strukturirani finančni instrumenti

*Slika 5: Strukturirani finančni instrumenti*



Legenda: ABS (angl. *Asset-Backed Securities*) = dolžniški VP, na osnovi raznovrstnega dolga: MBS (*Mortgage-Backed Securities*) = dolžniški VP, na osnovi hipotekarnih posojil: RMBS (*Residential Mortgage-Backed Securities*) = dolžniški VP, na osnovi stanovanjskih hipotekarnih posojil: CMBS (*Commercial Mortgage-Backed Securities*) = dolžniški VP, na osnovi poslovnih hipotekarnih posojil: CDS (*Credit Default Swap*) = zamenjave kreditnega tveganja: CDOs (*Collateralized Debt Obligations*) = zadolžnice, zavarovane z dolgom.

*Vir: Global Financial Stability Report, 2008, str. 57.*

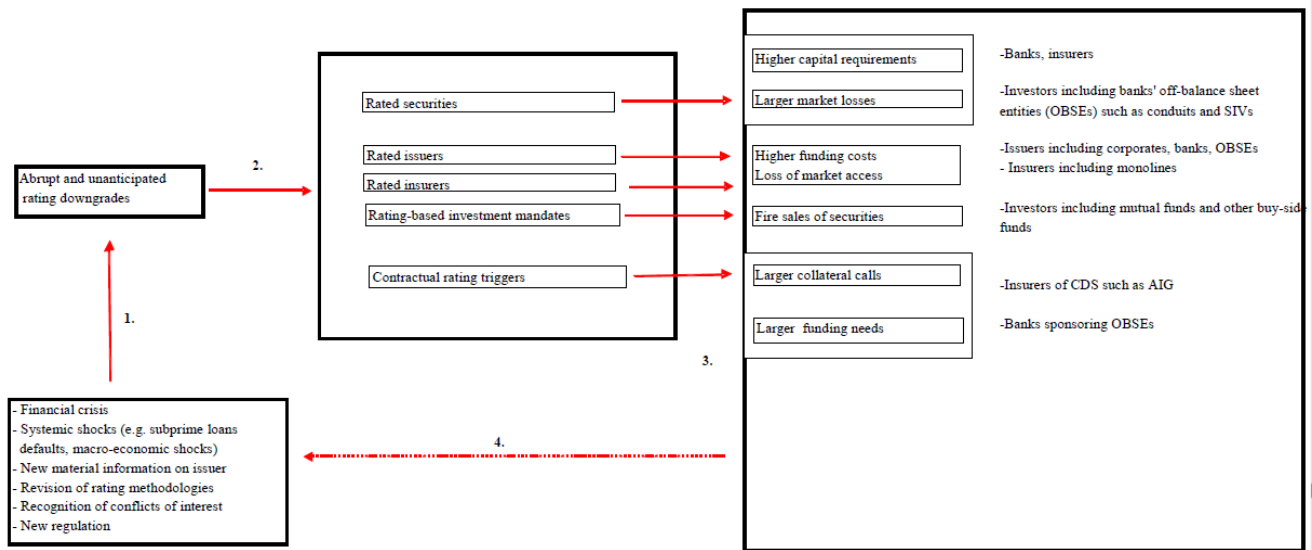
### Priloga 3: Možnost politike za odpravo bistvenih nepravilnosti bonitetnih agencij

Bonitetne agencije bodo v prihodnosti morale odpraviti težave, s katerimi se soočajo. Možnosti politike glede bistvenih zahtev (Povzetek ocene učinka, 2008, str. 5):

- *Zagotoviti, da bonitetne agencije ustrezno obvladujejo vsa nasprotja interesov* (obravnavati je potrebno več vidikov);
  - splošni pristop k obravnavanju nasprotij interesov,
  - nasprotja interesov, ki jih povzroči svetovalna dejavnost bonitetne agencije,
  - dialog med ocenjevalnimi analitiki in ocenjevalnim subjektom,
  - neodvisnost ljudi, vključenih v bonitetni postopek,
  - »iskanje najugodnejše bonitetne ocene«,
  - zaposlovanje analitikov pri izdajateljih, ki so jih prej ocenjevali.
- *Zagotoviti, da bonitetne agencije nenehno skrbijo za kakovost ocenjevalne metodologije in bonitetnih ocen* (obravnavati je potrebno več vidikov);
  - kakovost metodologij, modelov in ključnih ocenjevalnih predpostavk,
  - nadzor bonitetnega ocenjevanja,
  - učinek sprememb metodologij,
  - kakovost informacij, uporabljenih v bonitetnih ocenah,
  - vprašanje glede osebja,
  - učinek dogajanj na trgu in makroekonomskih pričakovanj.
- *Povečati preglednost bonitetnih agencij* (obravnavati je potrebno več vidikov);
  - preglednost notranjih procesov in postopkov,
  - vsebina bonitetnih ocen,
  - diferencirano ocenjevanje za strukturirane finančne produkte,
  - statistični podatki o uspešnosti bonitetnih agencij.

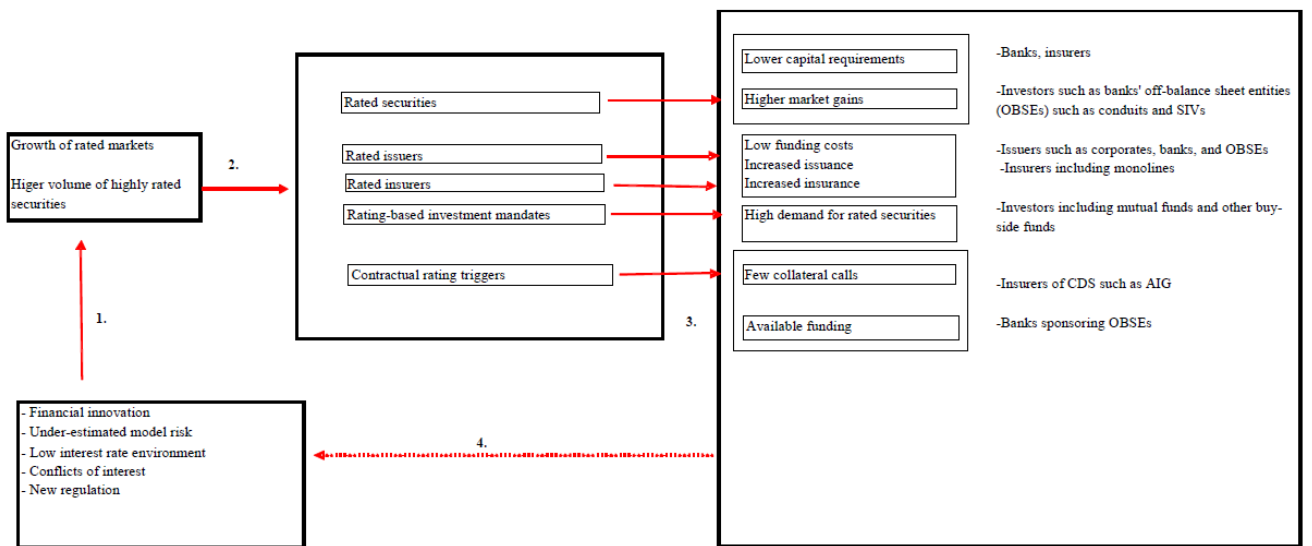
Priloga 4: Karte bonitetnih ocen

Slika 2: Karta bonitetnih ocen - Sistemsko tveganje znižanj bonitetnih ocen (faza razcveta)



Vir: Amadou, *Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets*, 2010, str. 31.

Slika 3: Karta bonitetnih ocen - Sistemsko tveganje znižanj bonitetnih ocen (faza nazadovanja)



Vir: Amadou, *Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets*, 2010, str. 32.

## Priloga 5: Merila za priznavanje primernosti zunanjih bonitetnih institucij

Direktiva 2006/48/ES Evropskega Parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2006 o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij (preoblikovano) določa, da morajo bonitetne agencije, če hočejo biti priznane kot zunanje bonitetne institucije, izpolnjevati vse kriterije ustreznosti (Direktiva 2006/48/ES, 2006, Priloga VI, DEL 2):

### **1. Objektivnost**

- a. Pristojni organi preverijo, ali je metodologija za dodeljevanje bonitetnih ocen stroga, sistematična, trajna in se potrjuje na podlagi preteklih izkušenj.

### **2. Neodvisnost**

- a. Pristojni organi preverijo, ali na metodologijo ne vplivajo zunanji politični vplivi ali omejitve ter ekonomski pritiski, ki bi lahko vplivali na bonitetno oceno.
- b. Neodvisnost metodologije ECAI ocenjujejo pristojni organi v skladu z dejavniki, kakršni so:
  - i. lastništvo in organizacijska struktura ECAI;
  - ii. finančna sredstva ECAI;
  - iii. kadri in strokovnost ECAI; in
  - iv. upravljanje ECAI.

### **3. Redno pregledovanje**

- a. Pristojni organi preverijo, ali se bonitetne ocene ECAI redno pregledujejo in se odzivajo na spremembe finančnih pogojev. Taki pregledi potekajo po vseh pomembnejših dogodkih in vsaj enkrat na leto.
- b. Pred vsakim priznanjem pristojni organi preverijo, ali je metodologija ocenjevanja za vsak tržni segment vzpostavljena v skladu s standardi, kakršni so naslednji:
  - i. vzpostavljeno mora biti testiranje za nazaj za vsaj eno leto;
  - ii. pristojni organi morajo nadzorovati rednost procesa pregledovanja, ki ga je opravlja ECAI; in
  - iii. pristojni organi morajo imeti možnost od ECAI sprejeti podatke o obsegu njenih stikov z višjim vodstvom subjektov, ki jih ocenjuje.
- c. Pristojni organi sprejmejo vse potrebne ukrepe, da jih ECAI takoj obvestijo o vseh bistvenih spremembah metodologije, ki jo uporabljajo za dodeljevanje bonitetnih ocen.

### **4. Transparentnost in razkritje**

- a. Pristojni organi sprejmejo potrebne ukrepe, da zagotovijo javno razpoložljivost načel metodologije, ki jo uporablja ECAI za oblikovanje svojih bonitetnih ocen, da se lahko vsi morebitni uporabniki odločijo, ali so pridobljene razumno.

## Priloga 6: Popravljeni Kodeks IOSCO

Da bi zaščitili kakovost in neoporečnost bonitetnega procesa morajo bonitetne agencije v revidiranem Kodeksu IOSCO sprejeti naslednje zahteve (Code of conduct fundamentals for credit rating agencies, str. 5-11);

- prepovedati analitikom bonitetnih agencij, da bi izoblikovali predloge ali priporočila glede oblikovanja strukturiranih finančnih produktov, ki jih bonitetne agencije ocenjujejo;
- zagotavljati kakovost podatkov potrebnih za ocenjevanje ter obveščati uporabnike o omejitvah bonitetnih ocen;
- redno pregledovati uporabljene metodologije in modele;
- zagotoviti, da se proces odločanja pri ocenjevalnih postopkih izvaja objektivno;
- zagotoviti, da imajo bonitetni analitiki ustrezna znanja in izkušnje;
- vzpostaviti postopke preverjanja izvedljivosti zagotavljanja bonitetnih ocen za nove strukture;
- zagotoviti, da so metodologije in modeli za določanje bonitetnih ocen strukturiranih produktov primerne, kadar se značilnosti tveganja sredstev strukturiranih proizvodov bistveno spremenijo;
- zagotoviti zadostna sredstva za spremljanje in posodabljanje novih bonitetnih ocen.

Da bi zagotovili neodvisnost bonitetnih agencij ter izogibanju navzkrižju interesov morajo bonitetne agencije (Code of conduct fundamentals for credit rating agencies, str. 9):

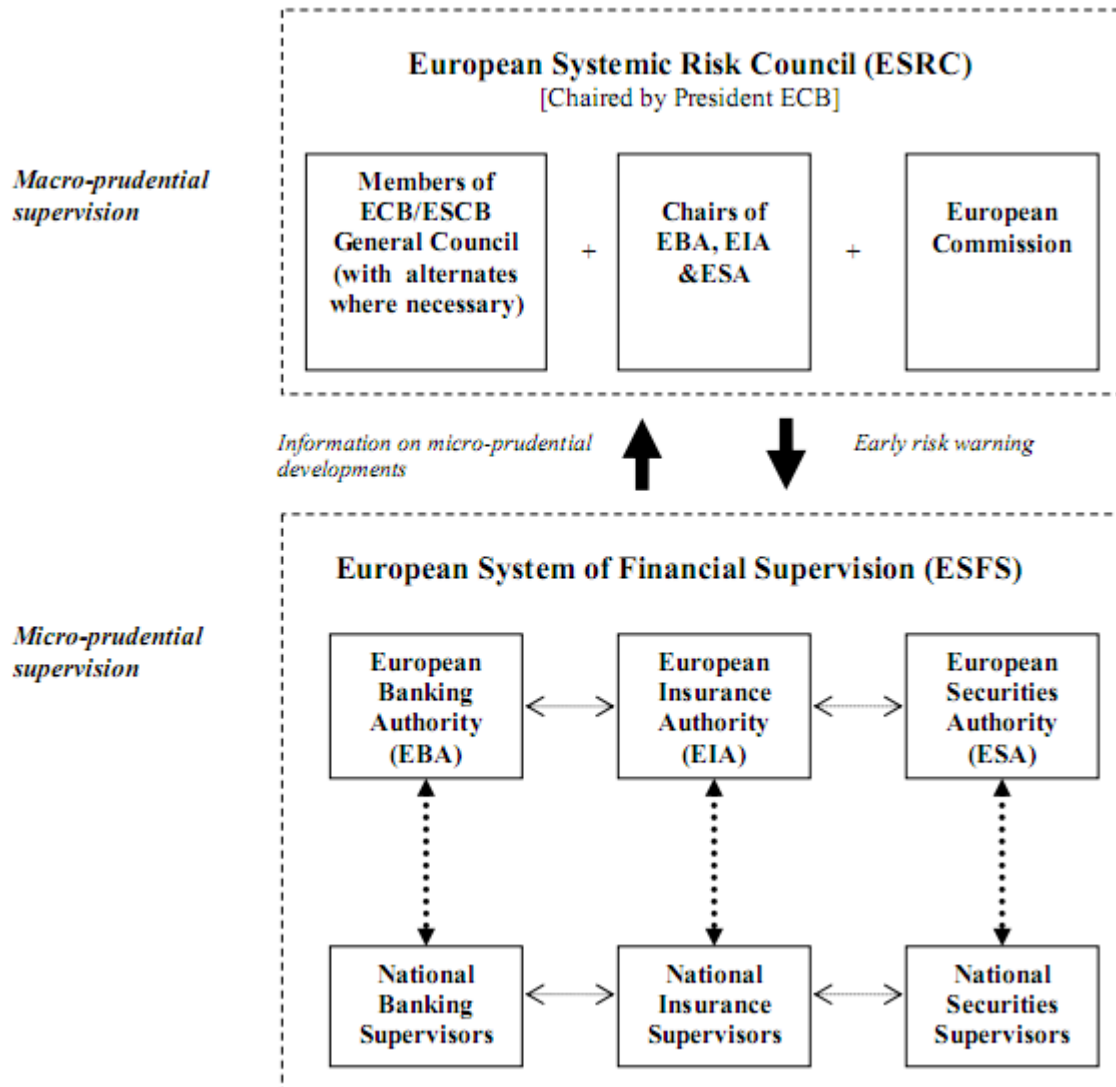
- razkriti ali katera koli stranka predstavlja več kot 10 % letnega prihodka bonitetnih agencij;
- pregledati preteklo delo analitikov, ki zapustijo bonitetne agencije;
- pregledati politiko prejemkov, da se zagotovi objektivnost ocen bonitetnega procesa;
- opredeliti kaj se smatra in kaj ne za postranske posle in zakaj.

Glede na odgovornost do javnosti, katera investira ter do izdajateljev, morajo bonitetne agencije (Code of conduct fundamentals for credit rating agencies, 2008, str. 11):

- objaviti pretekle podatke o uspešnosti bonitetnih mnenj;
- razlikovati bonitetne ocene strukturiranih finančnih produktov od ostalih produktov, po možnosti z različnimi simboli;
- navesti značilnosti in omejitve za vsaka kreditna mnenja;
- zagotoviti investitorjem dovolj informacij, da lahko razumejo podlage za bonitetne ocene bonitetnih agencij;
- razkriti glavne metodologije ali različice metodologij, uporabljene pri določanju bonitetnih ocen.

Priloga 7: Novi evropski okvir za varovanje finančne stabilnosti (De Larosière Group)

Slika 4: Novi evropski okvir za varovanje finančne stabilnosti (De Larosière Group)



Vir: De Larosière Group, 2009, str. 5.



Priloga 8: Slovar slovenskih prevodov tujih izrazov

<b>Izraz v izvornem jeziku</b>	<b>Izraz v slovenskem jeziku</b>
<i>arranger</i>	organizator
<i>backstop lines</i>	varovalne linije
<i>buy-side investors</i>	podjetja, ki se ukvarjajo z nakupom vrednostnih papirjev
<i>credit enhancer</i>	zavarovanje s strani tretje osebe
<i>credit rating</i>	bonitetna ocena
<i>debt issue</i>	izdaja dolžniškega instrumenta
<i>equity tranche</i>	lastniška tranša
<i>fee</i>	pristojbina
<i>free-ride problem</i>	problem zastojkarstva
<i>investment grade ratings</i>	investicijski razred bonitetnih ocen
<i>issuer</i>	izdajatelj vrednostnih papirjev
<i>investment grade ratings</i>	investicijski razred bonitetnih ocen
<i>junior tranche</i>	podrejena tranša
<i>loan-to-value ratios</i>	posojilo z visokim razmerjem
<i>mark-to-market losses</i>	tržne izgube
<i>mezzanine tranche</i>	mezanin tranša
<i>ratings maps</i>	karte bonitetnih ocen
<i>rent</i>	najemnina
<i>rating shopping</i>	nakupovanje za ocenami
<i>optimal regulation of auditing</i>	optimalna regulacija opravljanja računovodskih revizij
<i>originate-to-distribute model</i>	model po načelu izdaje z namenom razpečevanja
<i>overcollateralization</i>	dodatno zavarovanje
<i>pool of assets</i>	sredstva, združena v bazen
<i>rating-based triggers</i>	sprožilci bonitetnih ocen
<i>ratings inflation</i>	inflacija bonitetnih ocen
<i>senior tranche</i>	nadrejena tranša
<i>subordination</i>	podrejenost
<i>the rating shopping bias</i>	pristranske nakupovalne bonitetne ocene
<i>unsolicited rating</i>	nezaprošena bonitetna ocena

## Priloga 9: Slovar kratic

<b>Kratica</b>	<b>Izraz v izvornem jeziku</b>	<b>Izraz v slovenskem jeziku</b>
<b>ABCP</b>	<i>Asset-Backed Commercial Paper</i>	Kratkoročni komercialni zapisi
<b>ABS</b>	<i>Asset-backed Securities</i>	Vrednostni papirji, zavarovani s paketom kupljenih posojil
<b>CDOs</b>	<i>Collateralized Debt Obligations</i>	Zadolžnice, zavarovane z dolgom
<b>CRD</b>	<i>Capital Requirements Directive</i>	Direktiva o kapitalskih zahtevah
<b>CESR</b>	<i>Committee of European Securities Regulators</i>	Odbor evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje
<b>FSF</b>	<i>Financial Stability Forum</i>	Forum za finančno stabilnost
<b>ECAI</b>	<i>External Credit Assessment Institutions</i>	Priznane zunanje bonitetne institucije
<b>ECB</b>	<i>European Central Bank</i>	Evropska centralna banka
<b>EIOPA</b>	<i>European Insurance and Occupational Pensions Authority</i>	Evropski organ za zavarovanja in poklicne pokojnine
<b>ESA</b>	<i>European Supervisory Authorities</i>	Evropski nadzorni organi
<b>ESFS</b>	<i>European System of Financial Supervisors</i>	Evropski sistem finančnih nadzornikov
<b>ESMA</b>	<i>European Securities Market Authority</i>	Evropski organ za vrednostne papirje in trge
<b>ESME</b>	<i>European Securities Markets Expert Group</i>	Strokovna skupina za evropske trge vrednostnih papirjev
<b>ESRB</b>	<i>European Systemic Risk Board</i>	Evropski odbor za sistemska tveganja
<b>MAD</b>	<i>The Market Abuse Directive</i>	Direktiva o zlorabi trga
<b>MiFID</b>	<i>The Markets in Financial Instruments Directive</i>	Direktiva o trgu finančnih instrumentov
<b>IOSCO</b>	<i>International Organization of Securities Commissions</i>	Mednarodno združenje nadzornikov trga vrednostnih papirjev
<b>NRSRO</b>	<i>Nationally Recognized Statistical Rating Organizations</i>	Nacionalno priznane statistične bonitetne organizacije
<b>RMBS</b>	<i>Residential Mortgage-Backed Securities</i>	Dolžniški vrednostni papirji na osnovi stanovanjskih hipotekarnih posojil
<b>SEC</b>	<i>Securities and Exchange Commission</i>	Ameriška agencija za nadzor nad trgom vrednostnih papirjev
<b>SIV</b>	<i>Structured Investment Vehicle</i>	Posebne finančne institucije za investiranje v strukturirane naložbe
<b>SPV</b>	<i>Special Purpose Vehicle</i>	Namensko ustanovljeno podjetje