

**UNIVERZA V LJUBLJANI
PRAVNA FAKULTETA**

Karla Oblak

**BONITETNE AGENCIJE IN
FINANČNA KRIZA**

DIPLOMSKA NALOGA

mentor: prof. dr. Franjo Štiblar

Ljubljana, september, 2009

Kazalo

UVOD	1
I. DEL: OCENJEVALNE (RATING) AGENCIJE	4
1.1. ZAKAJ BONITETNE AGENCIJE?	4
1.2. OPREDELITEV POJMOV	5
1.3. TEORETIČEN PREGLED IN PREDSTAVITEV MEDNARODNIH OCENJEVALNIH AGENCIJ	6
1.3.1. Zgodovina nastanka in razvoj ocenjevalnih agencij	6
1.3.2. Industrija ocenjevanja kreditnega tveganja	8
1.3.3. Funkcije bonitetnih agencij	10
1.3.3.1. Funkcija informacijskega posrednika	10
1.3.3.2. Funkcija certificiranja	11
1.3.3.3. Nadzorstvena funkcija	12
1.3.3.4. Ekonomska funkcija ocene	12
1.3.4. Trg ocenjevalnih agencij danes	14
1.3.4.1. Razlogi za rast industrije ocenjevanja kreditnega tveganja	14
1.3.4.2. Tržna segmentacija	14
1.3.4.3. Struktura trga	16
1.3.4.4. Konkretni prikaz moči agencij	17
1.4. BONITETNA OCENA	22
1.4.1. Kaj je bonitetna ocena?	22
1.4.2. Vrste ocen	23
1.4.3. Ocene agencije Moody's	24
1.4.3.1. Primerjava ocen agencije Moody's z ocenami agencij Standard and Poor's in agencijo Fitch	27
1.4.4. Odsotnost bonitetne ocene	28
1.4.5. Sprememba bonitetnih ocen	29
1.4.6. Učinek ocene v praksi	29
1.4.7. Vrednost bonitetne ocene	30
1.4.7.1. Informacijska vrednost bonitetne ocene	31
1.4.7.1.1. Zmanjševanje informacijske vrednosti bonitetne ocene	33
1.4.7.2. Transakcijska vrednost bonitetne ocene	33
1.4.7.3. Regulatorna vrednost	34
1.4.7.4. Dodatna vrednost bonitetne ocene	36
1.4.8. Sprožilci spremembe bonitetne ocene - Rating triggers	36
1.4.9. Pomisleki o vrednosti ocene	37
1.4.10. Bonitetna ocena NLB	38
1.5. METODOLOGIJE BONITETNIH AGENCIJ IN PROCES OCENJEVANJA	40
1.5.1. Poslovni model delovanja ocenjevalne agencije	40
1.5.2. Struktura plačila	42

1.5.2.1. Zakaj plača naročnik ocene (izdajatelj) in ne neposredni uporabnik ocene	43
1.5.2.2. Konflikt interesov, ki izhaja iz načina plačila agenciji	44
1.5.3. Postopek dodelitve ocene bankam, od povpraševanja za oceno do podelitve ocene.....	44
1.6. BONITETNE AGENCIJE V PRIMERJAVI Z OSTALIMI NADZORNIKI TRGA – GATEKEEPERJI	45
1.6.1. Poglavitne razlike med bonitetnimi agencijami in ostalimi nadzorniki finančnega trga	46
1.6.1.1. Donosnost.....	46
1.6.1.2. Konflikt interesov.....	47
1.6.1.3. Odgovornost	48
1.6.1.4. Strukturirane finance	50
1.6.2. Razlika med revizijo in ratingom	50
1.6.3. Razlika med bonitetno agencijo in poslovno banko	51
1.6.4. Razlika med bonitetno agencijo in investicijsko banko.....	52
II. DEL: PRAVNA UREDITEV.....	53
2.1. ZANESLJIVOST BONITETNE OCENE IN REGULACIJA.....	53
2.2. REGULACIJA BONITETNIH AGENCIJ	53
2.2.1. Zakaj regulirati?	53
2.2.2. Kako regulirati?.....	55
2.2.2.1. Samostojna in neodvisna pravna ureditev bonitetnih agencij	55
2.2.2.2. Vzpostavitev pravil poslovnega obnašanja (kodeksa)	56
2.3. VELJAVNA UREDITEV.....	57
2.3.1. Ureditev bonitetnih agencij v Združenih državah - NRSRO regulacija	57
2.3.1.1. Zgodovinski pogled.....	57
2.3.1.2. Spremembe v ureditvi po nastanku finančne krize	60
2.3.1.3. Pomanjkljivosti NRSRO sistema.....	61
2.3.1.3.1. Pomanjkanje konkurence	62
2.3.1.3.2. Kriteriji, ki jih mora agencija izpolnjevati in nezadostnost nadzora nad izpolnjevanjem teh kriterijev.....	62
2.3.1.3.3. Netransparentnost postopka priznavanja NRSRO agencije in pomanjkanje transparentnosti v dejavnosti agencij	62
2.3.1.3.4. Konflikt interesov	63
2.3.2. Pravna ureditev v Evropski uniji.....	65
2.3.3. Kodeks IOSCO	69
III. DEL: OCENJEVALNE AGENCIJE IN FINANČNA KRIZA.....	71
3.1. RATING IN FINANČNA KRIZA	71
3.2. OCENJEVALNE AGENCIJE IN FINANČNE KRIZE V PRETEKLOSTI	73
3.3. TEMELJNA VPRAŠANJA V ZVEZI Z BONITETNIMI AGENCIJAMI V POVEZAVI S FINANČNO KRIZO	74
3.3.1. Učinkovitost in prispevek agencij	75
3.3.2. Zakaj je število bonitetnih agencij tako majhno?	75
3.3.3. Problem konkurenčnosti.....	77
3.3.3.1. Kako lahko država poveča konkurenco med agencijami?	78

3.3.4 Zloraba položaja in nepoštena praksa	79
3.3.5. Konflikt interesov	79
3.3.6. Unsolicited ratings oziroma nenaročena ocena kreditne sposobnosti	80
3.3.7. Moralni hazard	81
3.3.8 Zanesljivost rating ocen	82
3.3.9. Procikličnost	83
3.3.10. Aktualnost	83
3.3.11. Predsodki glede konformnosti - Conformity Bias	84
3.3.12. Vzporedno obnašanje investitorjev	85
3.3.13. Trojna A-napaka - Triple A failure	86
3.3.14. Spornost načina dodeljevanja ocen.....	86
3.3.15. Rating shopping	87
3.3.15.1. Rešitev problema rating shoppinga	87
3.3.16. Tok informacij in pomen preglednosti bonitetnega procesa.	88
3.3.17. Odgovornost agencij za podeljene ocene.....	89
3.4. POZITIVNE STRANI BONITETNIH AGENCIJ	89
3.5. KONKRETNI PRIKAZ VLOGE BONITETNIH AGENCIJ K PRISPEVKU K FINANČNI KRIZI Z NAČINOM DODELJEVANJA IN DINAMIKO PRILAGAJANJA BONITETNIH OCEN SPREMINJAJOČIM SE RAZMERAM NA TRGIH	90
3.5.1. Dogajanje na kreditnih trgih.....	90
3.5.2. Vloga bonitetnih agencij pri listinjenju.....	93
3.6. UKREPI POVEZANI Z BONITETNIMI AGENCIJAMI SPREJETI V ČASU GLOBALNE FINANČNE KRIZE ...	95
3.6.1. Ukrepi sprejeti v ZDA	95
3.6.2. Ukrepi sprejeti v okviru EU	96
3.6.3. Ureditev in dogajanje v Sloveniji	98
3.6.4. Globalna rešitev.....	99
SKLEP.....	100
POVZETEK.....	105
ABSTRACT	106
LITERATURA IN VIRI	106

Seznam slik in tabel

SLIKA 1: TRADICIONALNI TRISTRANSKI ODNOS MED BONITETNO AGENCIJO, IZDAJATELJEM IN INVESTITORJEM.....	9
SLIKA 2: AGENCIJA V FUNKCIJI INFORMACIJSKEGA POSREDNIKA.	11
SLIKA 3: FUNKCIJE BONITETNIH AGENCIJ.....	13
SLIKA 4: SEGMENTACIJA TRGA BONITETNIH AGENCIJ.	15
SLIKA 5: VISOKA DOBIČKONOSNOST OCENJEVALNIH AGENCIJ.	17
SLIKA 6: ŠTEVILO OCENJEVALNIH BANK.	19
SLIKA 7: ODSOTOK POKRITOSTI OCENJEVALNIH BANK.	20
SLIKA 8: ŠTEVILO OCENJEVALNIH PODJETIJ.	20
SLIKA 9: ODSOTOK POKRITOSTI OCENJEVALNIH PODJETIJ.	21
SLIKA 10: ŠTEVILO OCENJEVANIH DRŽAV.	21
SLIKA 11: LESTVICA MEDNARODNIH OCEN DOLGOROČNEGA KREDITNEGA TVEGANJA.....	28
SLIKA 12: GIBANJE BONITETNIH OCEN ZA NLB, PODELJENIH S STRANI ŠTIRIH AGENCIJ V OBDOBJU 2000– 2008	40
SLIKA 13: SPREMEMBA CEN DELNIC AGENCIJE MOODY`S V PRIMERJAVI Z AGENCIJO S & P 500 IN NAJVEČJIMI INVESTICIJSKIMI BANKAMI (MCO – MOODY'S, GS – GOLDMAN SACHS, MS – MORGAN STANLEY, MTSM – MERILL LYNCH, GSPC – S & P 500 INDEX).....	47
SLIKA 14: POSLOVNA STRUKTURA RATING AGENCIJ, KAPITALSKIH ANALITIKOV IN REVIZORJEV.	49
SLIKA 15: DEJAVNIKI, KI BISTVENO VPLIVAJO NA KONKURENČNOST MED BONITETNIMI AGENCIJAMI. ...	78
SLIKA 16: ŠTEVILO VREDNOSTNIH PAPIRJEV Z OCENO AAA GLEDE NA VRSTO PAPIRJA.	94
TABELA 1: BONITETNA OCENA NLB NA DAN 20. 4. 2009.....	38
TABELA 2: PREGLED SPREMEMB OCEN NLB S STRANI AGENCIJE MOODY`S.....	38
TABELA 3: PRIMERJAVA UREDITVE AGENCIJ V AMERIŠKEM IN EVROPSKEM PROSTORU.....	68
TABELA 4: PRIPOROČILA IN PREDLOGI IZBOLJŠAV V PRAVNI UREDITVI AGENCIJ.	68
TABELA 5: PRIMERJAVA URADNIH IN IMPLICITNIH BONITETNIH OCEN PO POSAMEZNIH INSTITUCIJAH NA DAN 10. 7. 2008 IN 20. 4. 2009.....	92

Seznam kratic, uporabljenih v diplomski nalogi:

ang. - angleško

BIS - (ang. Bank for international settlements); Banka za mednarodne poravnave

BCBS - (ang. Basel Committee on Banking Supervision); Baselski komite za nadzor bančništva

CAD - (ang. Capital adequacy ratio); stopnja kapitalske ustreznosti

CDO - (ang. Collateralized debt obligation); obveznica, zavarovana s portfeljem finančnih instrumentov, kot so: obveznice, posojila, strukturirani vrednostni papirji, hipotekarne obveznice

CDS - (ang. Credit default swap); zamenjava kreditnega tveganja, najenostavnejša oblika kreditnega izvedenega finančnega instrumenta

CESR - (ang. Committee of European Securities Regulators); Odbor evropskih regulatorjev trga vrednostnih papirjev

CGFS - (ang. Committee on the Global Financial System); Odbor za globalni finančni sistem

EIB - (ang. European Investment Bank); Evropska investicijska banka

ESME – (ang. European Securities Markets Expert Group); Strokovna skupina za evropske trge vrednostnih papirjev

EU - Evropska unija

FSF – (ang. Financial Stability Forum); Forum za finančno stabilnost

IOSCO - (ang. International Organization of Securities Commissions); Mednarodno združenje nadzornikov trga vrednostnih papirjev

MiFID - (ang. Markets in Financial Instruments Directive); Direktiva o trgih finančnih instrumentov

NRSRO - (ang. Nationally recognized statistical rating organizations); Nacionalno priznane statistične ocenjevalne agencije v ZDA

SEC - (ang. Securities and Exchange Commission); Komisija za trg vrednostnih papirjev

SIV- (ang. Structured investment vehicle); strukturirana posebna investicijska družba; gre za posebno obliko posebne projektne družbe

ZBan-1 - Zakon o bančništvu

ZTVP-1 - Zakon o trgu vrednostnih papirjev

Slovar najpogostejših angleških izrazov:

Asset - sredstvo

Asymmetric information - asimetričnost informacij

Bond - obveznica

Capital market - trg kapitala

Creditworthiness - kreditna sposobnost

Credit committee - kreditna komisija

Default - neizpolnjevanje finančnih obveznosti

Emerging markets - razvijajoči se trgi

Financial intermediaries - finančni posredniki

Investment grade rate - ocena netvegane stopnje

Junk bonds - visoko tvegane obveznice

Monte Carlo simulation - Monte Carlo simulacija

No-action letter process - brez postopka uradnega razpisa

Non-investment grade - ocena tvegane stopnje

Outlook - ocena potencialnega gibanja kreditne ocene v prihodnje

Peer group - primerljiva skupina bank

»pi« rating - ocena, določena na podlagi javno dostopnih podatkov

Rating trigger - sprožilec

Securization - listinjenje

Split rating - razcepljena ocena med tvegano in netvegano stopnjo

Subordinated loan - podrejen dolg

Subprime mortgages - sestavljeni instrumenti

Treasury bill rate - obrestna mera brez tveganja na dolarska sredstva

Uvod

Recesija, padec delniških indeksov, padec cen nafte, padec vrednosti ameriškega dolarja in kasneje tudi drugih valut, slabe napovedi glede gospodarske rasti in inflacije so pojmi, ki nas žal spremljajo zadnje leto vsak dan znova in za katere si želimo, da bi se o njih učili le v knjigah. Nikoli si nisem mislila, da bomo recesijo dejansko doživeli. Zdelo se mi je, da gre le za pojem, za nekaj, o čemer smo se teoretično učili in vemo, da je možna ter se nas v današnjem razvitem svetu ne more dotakniti in nas predramiti. Žal nas v zadnjih mesecih pretresa aktualna svetovna finančna kriza, kateri še ni videti konca.

Ob branju časnikov v obdobju finančne krize naletimo tudi na pojme, za katere morda sploh nismo vedeli, da obstajajo, ali nismo poznali njihovega pravega pomena ali nas je pomen začel zanimati šele sedaj, ko pa je mogoče že prepozno; to so na primer hedge skladi¹, bonitetne institucije, institucije SIV², strukturirani finančni instrumenti CDO³, subprime⁴. Udeleženci na finančnih trgih se moramo vprašati, kakšna je vloga bonitetnih agencij pri dogodkih v zadnjem letu, ali so dogodke, ki smo jim priča sedaj, kakor koli napovedovale, jih morda pomagale blažiti, so dogodkom le nemo sledile ali pa so le dodale »poleno k požaru« na kreditnih trgih s svojo pasivnostjo in poznimi reakcijami.

Na probleme v zvezi s pravno ureditvijo bonitetnih agencij, verodostojnostjo in kredibilnostjo njihovih ocen so nas v preteklosti opozorili že dogodki v zvezi s

1 Glavna značilnost hedge skladov je veliko manjša reguliranost, kot to velja npr. pri vzajemnih skladih, uporabljajo agresivne strategije (trgovanje z vzvodom, zavzemanje kratkih pozicij, valutno trgovanje). Propadi so pogost pojav.

2 Institucije za investiranje v strukturirane naložbe (ang. Structured Investment Vehicle); upravljajo jih same banke ali pa zato pooblaščeni upravljavci.

3 CDO-ji (ang. Collateralised Debt Obligation) so vrednostni papirji, ki so zavarovani z različnimi dolžniškimi instrumenti, kot so: obveznice, posojila, strukturirani vrednostni papirji, hipotekarne obveznice ipd. Na podlagi portfelja obveznic in /ali posojil izdajatelj izda več vrednostnih papirjev različnih razredov oz. tranš. Z investiranjem v posamezno tranšo CDO-ja vlagatelj investira v portfelj diverzificiranih naložb, hkrati pa z izborom ustrezne tranše in s tem ravni subordinacije izbere tudi raven kreditnega tveganja, ki ga je pripravljen sprejeti.

4 Prime so osebe (stranke) z najboljšo boniteto in subprime stranke so osebe z nizko boniteto (priseljenci z nizkimi dohodki, nezaposleni brez premoženja ...) in v ZDA obstajajo posojila za prime in subprime stranke.

podjetji Enron, Parmalat, Worldcom, ki so vsa imela "investment grade" oceno le nekaj dni pred njihovim bankrotom.

Že leta 1996 je kolumnist New York Timesa Thomas Friedman⁵ dejal, da sta na svetu dve velesili (superpowers) in sicer Združene države Amerike in bonitetna agencija Moody's in da včasih ne ve, katera je močnejša. Že takrat je bonitetna agencija začela širiti svoja krila tudi na področje "eksotičnih" finančnih inštrumentov, ki so temu poslu dajali neko vrsto magičnosti, ki se je kazala v tem, da so agencije čarobno spremenile tvegane hipotekarne kredite v take kredite, ki so bili zanimivi in primerni tudi za take investitorje, ki ne vedo ničesar o posojilih.

Diplomska naloga je vsebinsko razdeljena na tri večje sklope. Prvi del obravnava bonitetne agencije iz teoretičnega vidika, predstavi njihovo prisotnost na finančnih trgih ter najpomembnejše agencije v svetu. Ker se bonitetne agencije primarno ukvarjajo s podeljevanjem ratingov, sledi predstavitev bonitetne ocene iz teoretičnega vidika, njen pomen in vrednost ter konkretni prikaz bonitetne ocene največje slovenske banke NLB. Sledi del, ki se dotika same metodologije bonitetnih institucij pri podeljevanju ocene in konkretni prikaz postopka pridobitve le-te. Ker so bonitetne agencije le eden izmed varovalcev trga, je na koncu prvega dela naloge predstavljena primerjava med bonitetnimi agencijami in ostalimi varovalci trga.

Drugi del naloge se vsebinsko dotika pravne ureditve bonitetnih agencij. Predstavljenih je več možnosti pravne ureditve bonitetnih agencij ter smotnost vsake od možnih ureditev. Sledi predstavitev obstoječe regulacije bonitetnih agencij v Združenih državah Amerike, v Evropi in ureditev s Kodeksom IOSCO.

Tretji del je vsebinsko najpomembnejši, saj povezuje aktualno finančno krizo in bonitetne agencije. Prikazana je vloga bonitetnih agencij v krizah v preteklosti. Osrednji del tega dela diplome pa je obravnava najpomembnejših dejstev, ki so vzrok za tako veliko odgovornost, ki jo nosijo agencije za nastanek in razmah dogajanja na

⁵ Thomas L. Friedman, interview, News Hour with Jim Lehrer, PBS, February 13, 1996.

finančnih trgov. Ker so v času nastanka bonitetnih agencij te igrale vlogo pomočnika investitorjem, so prikazane tudi pozitivne plati bonitetnih agencij. Svetovna javnost je spoznala, da bodo na finančnih trgov potrebne korenite spremembe, ki vključujejo tudi bonitetne agencije in njihovo dejavnost ter drugačen način njihove regulacije in nadzora. Predstavljeni so ukrepi, ki so že bili sprejeti, in nekaj subjektivnih misli o tem, kaj je potrebno spremeniti, da bo prihodnost bolj svetla.

Za zaključek uvodnih misli navajam tri citate, ki zelo preprosto, a dovolj nazorno kažejo moč agencij:

*“Združene države vas lahko uničijo z bombo in bonitetne agencije vas lahko uničijo z znižanjem ratinga.”*⁶

*Bonitetne agencije imajo moč destabilizirati celotno nacionalno gospodarstvo, vlado, največje korporacije.*⁷

Bonitetne agencije so glavni vzrok za finančno krizo. “⁸

⁶ Thomas L. Friedman, A manifesto for the Fast World, N. Y. Times Magazine, Marec 28, 1999, str. 40–43.

⁷ Saskia Sassen, Sociology of Rating Agencies, 1999.

⁸ The President's Working Group on Financial Markets, Policy Statement on Financial Market Developments, Marec 2008, str. 1.

I. DEL: OCENJEVALNE (RATING) AGENCIJE

1.1. Zakaj bonitetne agencije?

Zgodovinsko lahko povežemo obstoj rating agencij⁹ z osnovnim finančnim problemom: kako naj posojilodajalci določijo boniteto potencialnih posojilojemalcev in si tako zagotovijo stalno zanesljivost posojilojemalcev potem, ko je bil dolg odobren. Entitete, specializirane za dajanje posojil, kot so finančni posredniki, banke in ostali depozitarji, zavarovalne institucije, pokojninski skladi in finančna podjetja, lahko sami pridobijo potrebne informacije ali se obrnejo na specializirane kreditne pisarne. Toda nespecializirani posojilodajalci potrebujejo pomoč pri pridobivanju informacij o izdajateljih obveznic in tudi specializirani posojilodajalci potrebujejo pomoč, ko gredo preko svojih tradicionalnih meja posojanja pri tveganju (npr. posojila na novem, nepoznanem trgu obveznic). Bonitetne agencije lahko skratka pomagajo posojilodajalcem in prav tako tudi posojilojemalcem (ter njihovim kreditnim sposobnostim) pri prebijanju skozi meglo nekonsistentnih informacij, ki se nanašajo na kreditna razmerja. Za obveznice, kjer lahko na stotine ali tisoče posojilodajalcev upravlja z dolgom posameznih emitentov, so bonitetne ocene informacije s predikatom "javno dobro". Pomeni, da posamezni specializirani ocenjevalec kredita s širjenjem svojih informacij zmanjša ali odpravi podvajanje naporov pri zbiranju informacij, kjer bi se lahko posamezni upniki drugače angažirali, imetnikom manjših tranš pa to omogoči izognitev visokim stroškom po kosu, ki bi jih lahko zahtevalo njihovo lastno poizvedovanje.

Zgoraj opisana vloga agencij nas pripelje do naslednjega vprašanja: Zakaj naj nespecializirani imetnik obveznice verjame oceni bonitetne agencije? Odgovor je povsem preprost: ugled, ki so si ga agencije ustvarile skozi zgodovino z ocenjevanjem velikega števila finančnih instrumentov, jih dela kredibilne.

9 Standardna terminologija za imenovanje podjetij v industriji ocenjevanja kreditnega tveganja jih naslavlja kot agencije, toda ta termin jim daje prizvok drugačnosti od drugih podjetij, kar pa v resnici niso, ali pa se jih zaradi te terminologije povezuje z vladnimi agencijami, kar je nepravilno.

1.2. Opredelitev pojmov

Boniteta

Izhaja iz latinske besede bonus (dober, sposoben) oz. bonitas (ugodnost, dobrota) in tako odraža pozitivne lastnosti nekoga (pravne ali fizične) ali nečesa (terjatev, vrednostnih papirjev, obveznosti) (Brvar, 1998, str. 26).

Boniteta podjetja

Pomeni informacijo o finančnem in premoženjskem stanju podjetja, poslovanju podjetja in zajema tudi informacije o poslovodstvu, zgodovini, statusu, pomembnejših strateških načrtih podjetja in njegovi organiziranosti. Označuje plačilno zanesljivost podjetja, plačilno in/ali kreditno sposobnost podjetja, na kratko pomeni sposobnost podjetja za preživetje in razvoj.

Kreditni oziroma dolžniški trg

Je finančni trg, na katerem udeleženci prodajajo in kupujejo dolžniške finančne instrumente, največkrat v obliki obveznic, ki so glede na vrstni red, oziroma prioriteto pri izplačevanju obveznosti investitorjem, lahko zavarovane oziroma krite s posebnim delom sredstev izdajatelja, nadrejene ali podrejene.

Kreditno tveganje

Je tveganje, ki predstavlja možnost, da kreditojemalec ne bo mogel izpolniti obveznosti, ki izhajajo iz kreditne pogodbe, kar pomeni, da lahko kreditodajalec posledično utрпи določeno škodo. Zakon o bančništvu opredeljuje kreditno tveganje kot tveganje nastanka izgube zaradi neizpolnitve obveznosti dolžnika do banke (UL RS 42/2006, člen 109). Daljši, kot je čas terjatve, večja je možnost, da stranka ne bo mogla ali ne bo želela izpolniti obveznosti iz naslova kreditne pogodbe.

Kreditna ocena

Je samo mnenje agencije o relativnem kreditnem tveganju posamezne vrste obveznosti ali izdajatelja kot celote. To mnenje je neodvisno od vlade ali ostalih

akterjev na finančnih trgih (Standard & Poor's, 1997, str. 7). Direktiva evropske komisije definira kreditno oceno kot mnenje, ki napoveduje kreditno sposobnost določene entitete, kreditno tveganje dolga ali dolgov, ki je izraženo z uporabo uveljavljenega in opredeljenega sistema razvrščanja. Bonitetne ocene niso priporočilo za nakup ali prodajo katerega koli finančnega inštrumenta (Official Journal of the European Union L 339/73 COMMISSION DIRECTIVE 2003/125/EC).

Bonitetna (ocenjevalna) agencija

Je storitveno podjetje, ki investicijski javnosti prodaja lastno znanje o kvaliteti njihovih potencialnih naložb oziroma tveganju naložb v obliki nakupa delnic, obveznic, depozitov in drugih oblik finančnega dolga. Je eden izmed večih udeležencev na finančnih trgih. Agencije podajajo splošno sprejete ocene, ki so relativne ocene o tveganju, da potencialni dolжник dolga ne bo sposoben poplačati v določenem roku. S svojo oceno agencija sporoča investitorjem svoje mnenje, da je naložba bolj oziroma manj tvegana v primerjavi z drugimi naložbami iste vrste. To mnenje naj bi bilo neodvisno, nepristransko in oblikovano na podlagi podrobne analize relevantnih podatkov o naložbi oziroma dolžniku (Official Journal of the European Union L 339/73 COMMISSION DIRECTIVE 2003/125/EC).

1.3. Teoretičen pregled in predstavitev mednarodnih ocenjevalnih agencij

1.3.1. Zgodovina nastanka in razvoj ocenjevalnih agencij

Začetki ocenjevalne dejavnosti segajo že v 19. stoletje, in sicer v leto 1860, ko je nastala agencija Standard & Poor's. Zelo kmalu po tem je bila ustanovljena tudi agencija Moody's, natančneje leta 1900, ko je John Moody prvič objavil tiskane informacije o delnicah, namenjene investitorjem. Ustanovil je podjetje in izdal priročnik z informacijami in statističnimi podatki o delnicah in obveznicah finančnih in vladnih institucij ter raznih podjetij in panog, imenovan Moody's Manual of industrial and Miscellaneous Securities. Knjiga je bila takoj razprodana, vendar pa je podjetje propadlo v času borznega zloma leta 1907.

Zgodovina skale ocen, ki jo uporabljajo še danes, pa sega v leto 1909, ko je John Moody osnoval preprost sistem za rangiranje tveganosti naložb v vrednostne papirje. On je prvič uporabil ocene za razvrščanje kreditnega tveganja obveznic, izdanih s strani železnic. Pomembno je poudariti dejstvo, da je to storil na lastno iniciativo. K temu ni bil pozvan niti s strani izdajateljev finančnih instrumentov niti s strani katere od vladnih institucij. Leta 1914 je bilo ustanovljeno podjetje Moody's Investors Service, ki je le deset let kasneje ocenjevalo že skoraj celoten trg obveznic na ameriškem trgu.

Dolgo zgodovino ima tudi agencija Fitch, ki je še danes med pomembnejšimi v svetu. Ustanovljena je bila leta 1913, ko je John Knowles Fitch predstavil javnosti relevantne finančne statistične podatke v knjigi Fitch Bond Book. Ocenjevalna agencija Fitch Publishing Company je delo začela z izdajami finančnih statističnih podatkov na New York School of Economics. Leta 1924 je agencija objavila AAA–D lestvico. Agencija se je leta 1997 združila z agencijo IBCA, leta 2000 pa je prevzela še dva konkurenta in sicer agencijo Duff & Phelps Credit Rating Company in agencijo Thomson Bankwatch.

Na razvoj ameriških agencij je v prvi polovici dvajsetega stoletja pripomoglo tudi veliko povpraševanje investicijske javnosti po ratingih in tako so postale pomemben element globalnih finančnih trgov.

V drugi polovici dvajsetega stoletja pa so ocene začeli uporabljati tudi (poleg investorjev) regulatorji ameriškega finančnega trga za namene nadzora investicijskega tveganja institucionalnih investorjev in zagotovitve primerne nepristranskega načina razkrivanja podatkov o tveganosti naložb.

Pomembno prelomnico v razvoju ocenjevalnih agencij predstavlja leto 1975, ko je ameriška Komisija za trg vrednostnih papirjev (ang. Securities and exchange commission - SEC) začela uradno priznavati samo kreditne ocene izbranih agencij, ki jih je poimenovala Nationally recognized statistical rating organizations (NRSRO).

Danes je s strani SEC-a priznanih 10 NRSRO agencij:

1. A. M. Best Company, Inc.
2. DBRS Ltd.
3. Fitch, Inc.
4. Japan Credit Rating Agency, Ltd.
5. Moody's Investors Service, Inc.
6. Rating and Investment Information, Inc.
7. Standard & Poor's Ratings Services
8. Egan-Jones Rating Company
9. LACE Financial Corp.
10. Realpoint LLC Standard.

1.3.2. Industrija ocenjevanja kreditnega tveganja

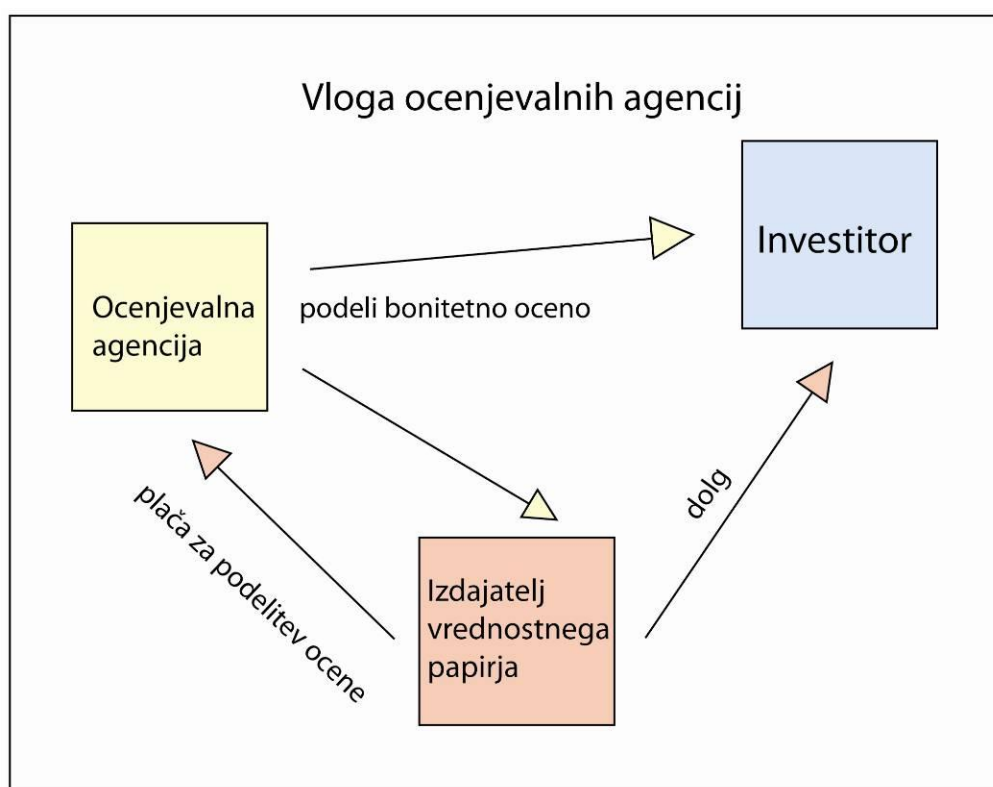
Bonitetna agencija je eden izmed večih udeležencev na finančnih trgih. Je komercialna entiteta, storitveno podjetje, katere jedro dejavnosti je dodeljevanje ocen bodisi izdajateljem določene vrste dolžniškega instrumenta ali instrumentu samemu. Agencija ni finančni posrednik med celicami s presežnimi finančnimi sredstvi ali celicami s finančnimi primanjkljaji, pač pa s svojo dejavnostjo pripomore k večji kvaliteti prenosa finančnih sredstev med njimi (IOSCO, 2004, str. 3).

Agencija investicijski javnosti prodaja lastno znanje o kakovosti njihovih potencialnih naložb oziroma tveganju naložb v obliki nakupa delnic, obveznic, depozitov in drugih oblik finančnega dolga. V večini primerov so izdajatelji dolžniških vrednostnih papirjev podjetja, pa tudi države, njihove regije ali mesta, multilateralne finančne institucije.

Svoje znanje agencija prodaja v obliki splošno sprejetih ocen, ki so relativne ocene o tveganju, da potencialni dolжник dolga ne bo sposoben poplačati v določenem roku. S svojo oceno agencija sporoča investitorjem svoje mnenje, da je naložba bolj oziroma manj tvegana. Kreditna ocena izdajatelja temelji na njegovi boniteti in determinira

ceno, po kateri se bo instrument prodajal na trgu. V nasprotju je kreditna ocena instrumenta kot takega večinoma determinirana na podlagi same karakteristike instrumenta in na podlagi njegove strukture. Pomembno je, da je mnenje, ki ga agencija poda v obliki ocene, neodvisno, nepristransko in oblikovano na podlagi podrobne analize relevantnih podatkov o naložbi oziroma dolžniku.

Slika 1: Tradicionalni tristranski odnos med bonitetno agencijo, izdajateljem in investitorjem



Vir: Howell E. Jackson, 2008, str. 2.

Agencija igra vlogo pomočnika investitorju pri odločanju o naložbi, z analizo kreditnega tveganja. Investitor se na podlagi ocene lažje odloči o naložbi, saj meni, da ima podatke, ki mu povedo nekaj o tveganju, v katerega se spušča. V poslovnem modelu, ki prevladuje danes, izdajatelj plača izdajo ocene, ocena pa je v pomoč investitorju pri odločitvi; s kakovostno oceno pa agencija želi ohraniti ugled in povečati svojo kredibilnost.

1.3.3. Funkcije bonitetnih agencij

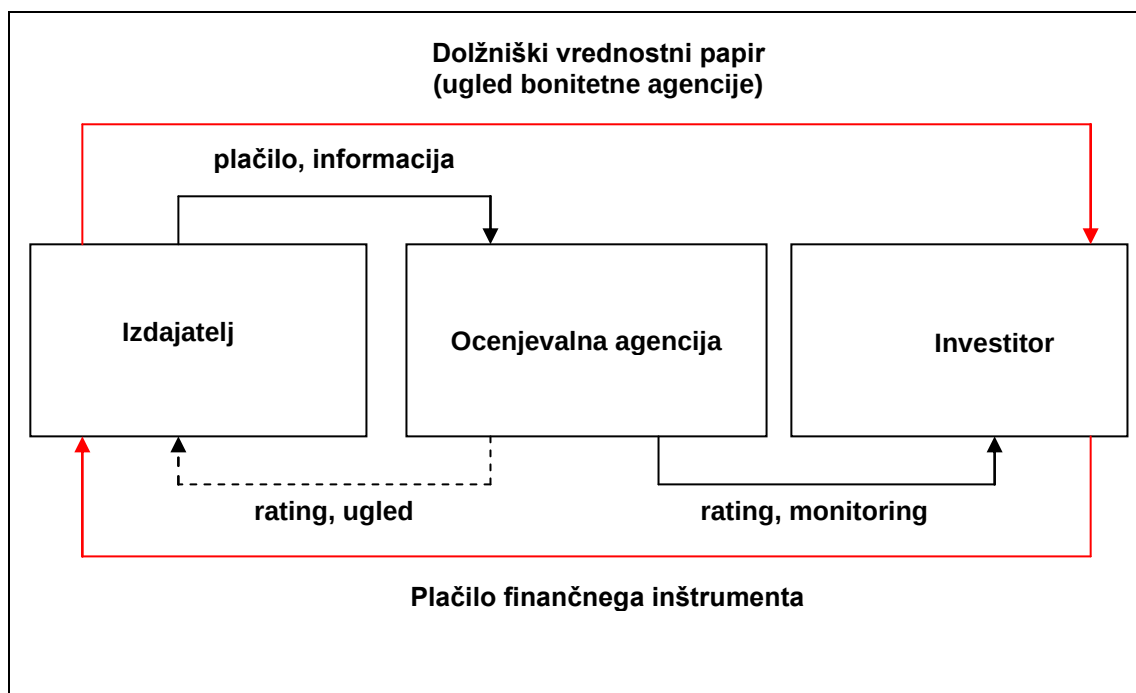
1.3.3.1. Funkcija informacijskega posrednika

Bonitetne agencije za oceno kreditne sposobnosti bi lahko opisali kot agencije zbiralke informacij (ang. information gathering agencies). V postopku tržne transakcije so ratingi v pomoč pri zmanjševanju asimetrije informacij med obema stranema trga, torej med izdajatelji in investitorji, s tem, ko ustvarjajo informacije. Poleg tega so ocene pomembna informacija tudi za regulatorje trga. Ocene ustvarjajo vrednost z zmanjševanjem stroškov investitorjev pri pridobivanju informacij o trgu (Million et al. 1985, str. 1403–04).

Kreditno razmerje je vzpostavljeno na principu principal - agent; v procesu odobritve kredita ima izdajatelj dolga (agent) običajno več informacij ali skrite informacije, ki jih vlagatelj nima. Ker vlagatelji ne zaupajo informacijam izdajatelja dolga, zahtevajo premijo za svoje tveganje, kar poveča stroške posla (poveča se obrestna mera, ki jo mora izdajatelj plačati). Bonitetne agencije poskušajo olajšati ta odnos z zagotavljanjem instrumenta (ratinga), ki zmanjšuje informacijsko asimetrijo in s tem znižuje premijo za tveganje, ki jo zahtevajo investitorji.

Izdajatelj proda dolžniški vrednostni papir investitorju. Cena za instrument raste sorazmerno s kreditno sposobnostjo izdajatelja in to je tudi točka, v kateri se v to razmerje vplete bonitetna agencija. Agencija dobi informacije od izdajatelja, čigar kreditno sposobnost ocenjuje in kateri ji plača za podelitev ocene. Ta ocena je nato posredovana investitorju. Investitorji zaupajo oceni, saj naj bi bile agencije kredibilne in rezultat tega je, da so investitorji pripravljeni sprejeti nižje premije za tveganje, kot bi jih sicer bili brez ratinga. Dokler je cena, ki jo izdajatelj plača agenciji, nižja od razlike med nižjo in višjo premijo (obrestmi), ki bi jo moral izdajatelj sicer plačati, bo izdajatelj kupoval ratinge od agencije. V času trajanja dolžniškega razmerja bo agencija spremljala in posodabljala oceno kot storitev za vlagatelje, ki želijo kupiti ali prodati obveznice na sekundarnem trgu. Koristi od spremljanja ocene imajo tudi izdajatelji. S pripravljenostjo biti pod stalnim nadzorom agencij, si pridobijo ugled na trgu.

Slika 2: Agencija v funkciji informacijskega posrednika



Vir: Dittrich Fabian, 2007, str. 10.

1.3.3.2. Funkcija certificiranja

Regulativno orodje za nadzor finančnega trga oziroma regulacija, ki temelji na bonitetnih ocenah. V funkciji certificiranja agencije poleg vrednotenja kreditne sposobnosti podeljujejo tudi "licenco" investitorjem za dostop do kapitalskih trgov ali za nižje predpisane obremenitve (Partnoy 1999, str. 683–88).

V privatnem sektorju rating služi kot merilo, ki ga v razmerjih s privatnimi strankami uporabljajo banke ali investicijski skladi. Ocene kreditnega tveganja pogosto opredeljujejo in določajo višino potrebnih sredstev ali osnovnega kapitala ali se uporabljajo kot sprožilci v pogodbah (ECB 2004, str. 8–9).

1.3.3.3. Nadzorstvena funkcija

Nadzorni mehanizem v času trajanja dolžniškega razmerja oziroma v času življenjske dobe dolžniškega vrednostnega papirja. Rating zmanjšuje moralni hazard po vzpostavitvi dolžniškega razmerja, saj se ob pomanjkanju nadzora izdajatelj dolga lahko obnaša oportunistično in sprejema odločitve sebi v korist in obenem zmanjšuje verjetnost vračila dolga investitorju. Taka izdajateljeva dejanja je težko opazovati in nadzorovati (to so tako imenovane skrite akcije - hidden actions), tako da to funkcijo lahko opravljajo agencije s pozornim spremljanjem dogajanja in potez izdajatelja ter rednim in sprotnim spreminjanjem ocen.

Ocena se podeli po izvedbi analitičnega procesa, v katerem agencije pridobijo finančne in druge informacije ter podajo nevtralno mnenje o kreditni "kvaliteti" izdajatelja dolga ali izdajatelja samega. Ocene so mnenja in kazalci, ki zajemajo možnosti za kreditne izgube, ki izhajajo iz zamud plačil ali zaradi nezmožnosti odplačevanja dolgov. Ostala tveganja, povezana z vrednostnimi papirji s fiksno donosnostjo izdajatelja, kot so tečajna tveganja ali tveganje obrestne mere, niso zajeta v bonitetne ocene. Poleg tega rating agencije ne morejo pokriti tveganja za morebitne goljufije, saj se zanašajo na informacije, ki jim jih posredujejo izdajatelji (Moody's 1991, št. 73, str. 83–84).

1.3.3.4. Ekonomska funkcija ocene

Moody's navaja, da relativna narava kreditne ocene ustvarja vrednost samo po sebi, saj so lahko tvegane naložbe na podlagi ratingov, ki so primerljivi tako med sabo kot med različnimi državami lažje obvladljive (Moody's 1991, str. 75).

Rating je orodje, preko katerega agencija kot posrednik informacij ponuja uporabniku mehanizem, preko katerega daje trgu možnost dostopa do zasebnih informacij in obenem ohranja zaupnost podatkov samih. Med ocenjevalnim procesom poskuša agencija dobiti čim več zaupnih informacij, ki jih v obliki ocene (ratinga) posreduje na trg.

Ocene imajo neke vrste standardizacijsko funkcijo, saj vlagatelji lahko uporabijo ocene za primerjavo tveganj različnih instrumentov ali različnih izdajateljev.

Slika 3: Funkcije bonitetnih agencij

	Izdajatelj	Investitor	Regulatorji
Informacijska funkcija	Posredovanje informacij - ustvarjanje informacij - ustvarjanje ugleda		
	Economija obsega in ustvarjanje informacij		
	Sporočanje zasebnih informacij		
Certifikacijska funkcija			Uporaba ocen za regulacijo finančnih trgov
Standardizacijska funkcija	Management upravljanja tveganja		
	Kreditni / naložbeni proces		
		Primerljivost tveganja	

Vir: Dittrich Fabian, 2007, str. 25.

Slika 3 prikazuje in povzema glavne funkcije bonitetnih agencij v tri skupine. Prva je informacijska funkcija, kjer agencija zmanjšuje informacijsko vrzel med investitorji in izdajatelji s posredovanjem in ustvarjanjem informacij in ustvarjanjem ugleda izdajateljev. Poleg tega informacije uporabljajo tudi regulatorji finančnega trga. Agencije nudijo tudi mehanizem za razkritje informacij nejavnega značaja. Investitorji in regulatorji imajo korist zaradi ekonomije obsega v proizvodnji informacij s strani agencij. Druga je certifikacijska funkcija, saj države jemljejo ocene kot instrument, ki ga vpeljejo v pravno ureditev. Ocene služijo tudi kot orodje pri upravljanju zasebnega tveganja. Ocene ustvarjajo okvir za proces izdaje in investicije v finančni instrument. Investitorji lahko uporabijo oceno kot merilo za primerjavo med investicijami.

1.3.4. Trg ocenjevalnih agencij danes

1.3.4.1. Razlogi za rast industrije ocenjevanja kreditnega tveganja

1. Strukturne spremembe na finančnih trgih; število udeležencev in anonimnost le-teh se je povečala, investicijske strategije pa so postale vse bolj kompleksne in raznovrstne;
2. Z listinjenjem so bili ustvarjeni novi kompleksni finančni produkti;
3. Posamezne države so se začele vse bolj financirati same preko kreditnih trgov;
4. Ameriški način pristopa na kapitalski trg se je razširil po vsem svetu;
5. Vse več je regulacije, ki temelji na bonitetnih ocenah, tako v ZDA kot drugod po svetu (Gras 2003, str. 11–14).

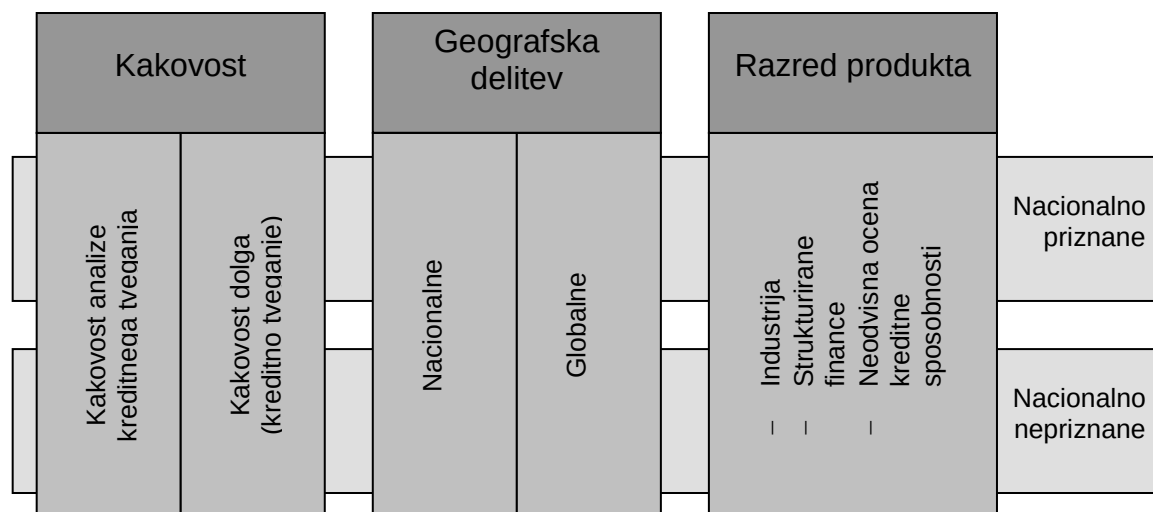
Vseh teh pet faktorjev je spodbudilo razvoj in širjenje agencij bodisi s povečevanjem kompleksnosti in informacijske asimetrije bodisi s povečevanjem števila razpoložljivih dolžniških vrednostnih papirjev.

1.3.4.2. Tržna segmentacija

Na trgu presoje kreditne sposobnosti so teoretično relevantna tri področja segmentacije: kakovost, geografija in razred produkta.

Na sliki 4 so prikazana tri glavna področja, na katera lahko razdelimo trg ocenjevalnih agencij. Poleg te segmentacije je na ameriškem trgu mogoče agencije razdeliti na tiste, priznane s strani SEC-a in tiste, ki niso NRSRO agencije.

Slika 4: Segmentacija trga bonitetnih agencij



Vir: Diitrich Fabian, 2007, str. 10.

1. Kakovost

Kakovost ocen je težko merljiva oziroma lahko to storimo le ex-post. Izdajatelji povprašujejo po ocenah agencij, ki naj bi jim dajale visoko informacijsko kakovost. Agencije lahko ocenjujejo različne vrste dolžniških instrumentov; instrumente visoke kakovosti oziroma z nizko stopnjo tveganja ali tiste z visoko stopnjo tveganja. Principal (bonitetna agencija) kot posrednik informacij izbere kakovost storitve, ki jo bo ponudila trgu, in kakovost produktov svojih strank (naročnikov ocene).

2. Geografska razdelitev

Trg bonitetnih agencij geografsko razdelimo na lokalni, regionalni, nacionalni in mednarodni trg. Delitev na nacionalne in mednarodne trge je za agencije še posebej pomembna zaradi razlik v pravni ureditvi finančnega trga in različnih standardov med državami.

Obstaja pa omejitev glede geografske segmentacije. Informacija, ki jo ocena nosi, je povsod enaka. Izdajatelji želijo imeti kar največjo možno bazo investitorjev čim bolj globalno, saj tako lahko dosežejo nižje obresti.

3. Razred produkta

Agencija lahko usmeri svojo dejavnost ocenjevanja na določeno industrijo, določeno vrsto finančnih instrumentov ali na področje podeljevanja ocen tveganja naložbe v določeno državo in zmožnost plačila dolga s strani te države (sovereign rating). Tako naj bi si agencija izgradila ugled pri podeljevanju ocen na specifičnem segmentu, področju. Primer je agencija Thomas Financial Bankwatch, ki je bila specializirana za ocenjevanje bank in njihovih dolžniških instrumentov, vse dokler je ni prevzela agencija Fitch leta 2000 (Fight 2001, str. 60–71).

1.3.4.3. Struktura trga

Struktura trga ocenjevanja kreditnega tveganja je nekonkurenčna, oziroma ima na trgu dominanten položaj le nekaj bonitetnih agencij, čeprav so prisotne tudi manjše, regionalne in/ali specializirane agencije. Povpraševanje investicijske javnosti po storitvah ocenjevalnih agencij je bil razlog za njihov nadaljnji razvoj, postajale so vse bolj pomemben element globalnih finančnih trgov (Claire A. Hill, 2004, str. 15).

Leta 2000 je bilo po navedbah baselskega komiteja okoli 150 rating agencij. Agencije se razlikujejo med seboj po velikosti, po številu zaposlenih in najpomembneje, po številu ocen. Le-te so odvisne predvsem od tega ali je ocena podprta z intenzivnim analitičnim pristopom in ali proces temelji na statističnih modelih (Estrella et al., 2000, str. 27).

Agencije glede na geografski kriterij razdelimo v tri razrede, in sicer na globalne, nacionalne in regionalne. Globalne so predvsem tiste s sedežem v ZDA oziroma NRSRO agencije. Primer regijske agencije je agencija, ki pokriva razvijajoče se trge (agencija Capital Intelligence). Predvsem v nordijskih državah pa najdemo tudi agencije, ki so usmerjene le v določeno državo.

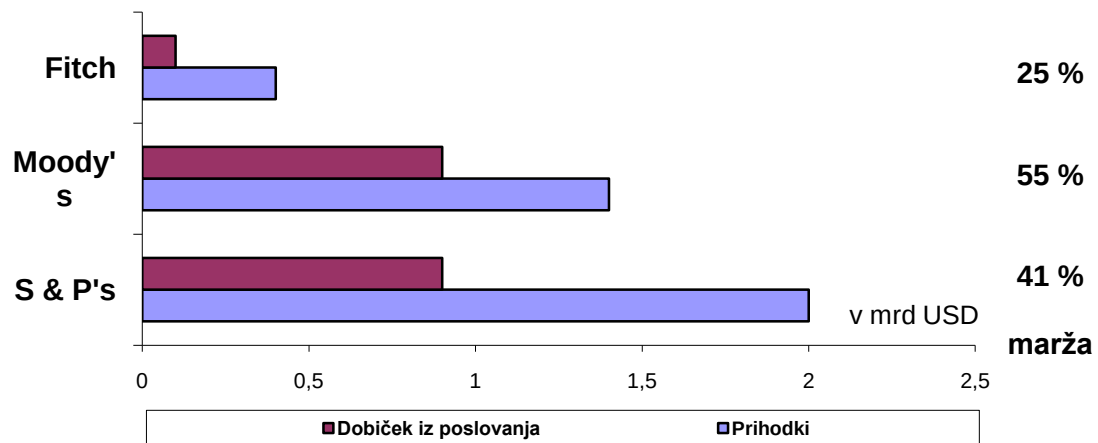
Tri agencije (Moody's, S & P, Fitch) pokrivajo kar 95 % tržni delež v tej "industriji" (Portes, 2008). Ta močen oligopolni položaj "velikih treh", ki je nastal zaradi specifičnih značilnosti tega trga, je bil še dodatno utrjen z regulatorno licenco, ki so jo

agencije dobile od Komisije za trg vrednostnih papirjev - SEC-a. Po navedbah naj bi skupni tržni delež Moody's in S & P predstavljal 84 % celotnega tržnega deleža, Fitch pa ima 16 % delež.

1.3.4.4. Konkretni prikaz moči agencij

Leta 2007 je industrija ocenjevanja kreditnega tveganja imela okoli 5 milijard dolarjev prihodkov.

Slika 5: Visoka dobičkonosnost ocenjevalnih agencij



Vir: The Economist, 2006, str. 66.

Agencija Moody's

Ocene in analize agencije Moody's trenutno pokrivajo več kot 30.000 milijard dolarjev finančnih obveznosti v več kot 100 državah, kar obsega 12.000 pogodbenih razmerij med podjetji, 29.000 vrst obveznosti javnega sektorja in 96.000 vrednostnih papirjev. Agencija Moody's objavlja kreditna mnenja, raziskave in komentarje, ki služijo več kot 9.300 strankam, med katerimi je tudi približno 2.400 institucij po vsem svetu. Podeljuje ocene več kot 150.000 vrednostnim papirjem, katerih vrednost ocenjujejo na več kot 85 milijonov dolarjev in zaposluje približno 3.400 ljudi ter ima svoja predstavništva v 27-ih državah¹⁰.

Družba ima operativno stopnjo dobička, ki presega 50 odstotkov, kar ni le znak monopolnega dobička, ampak je tudi dobiček, ki ga ne dosega nobena druga industrijska panoga.

Agencija Standard's and Poor's

Več kot 15.000 milijard dolarjev investicijskih sredstev je neposredno vezanih na indeks agencije Standard's & Poor's. Celotni znesek neporavnane dolga, ki ga ocenjuje agencija S & P je približno 32 milijonov dolarjev v več kot 100 državah sveta. V letu 2007 je agencija objavila več kot 510.000 ocen (novih in popravke starih). Agencija pokriva s svojimi storitvami približno 31 različnih gospodarskih panog in približno 70 % svetovnega kapitalskega trga. Agencija preko svoje poslovne mreže v 23-ih svetovnih finančnih centrih ocenjuje več kot 11.000 milijard dolarjev dolžniških instrumentov ali 5.000 podjetij, kotirajočih na ameriških borzah in 3.200 izven Amerike¹¹.

Agencija Fitch

Agencija Fitch pa je z rastjo poslov dosegla številke, ki obsegajo ogromno bazo strank, več kot 1.000 podjetij, 3.656 bank, več kot 2.600 izdaj občinskega dolga, 109 držav.

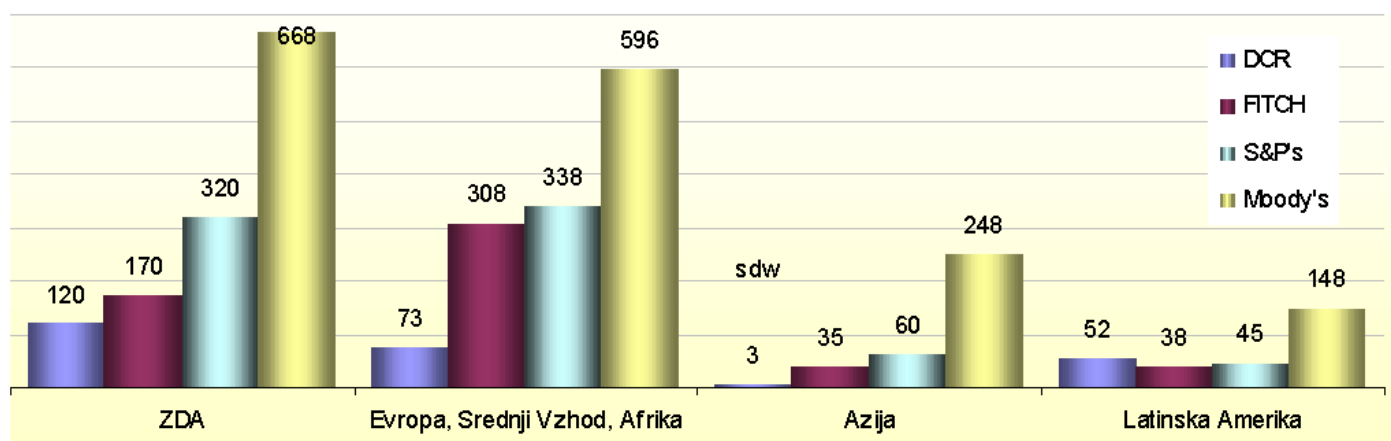
10 http://www.moody.com/moodys/cust/AboutMoody/AboutMoody.aspx?topic=intro&redir_url=/cust/AboutMoody.

11 http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/us/page.topic/aboutsp_overview.

Tri zgoraj omenjene agencije so poleg tega, da pokrivajo geografsko področje Združenih držav, prisotne tudi zunaj tega območja s svojimi ocenami in imajo prevladujoč položaj v tej industriji tudi v Aziji (Moody's) in Evropi (S & P). Spodnje slike prikazujejo geografsko in panožno strukturo trga. Pri regijski pokritosti je prikazana prisotnost štirih največjih agencij v štirih geografskih regijah sveta. Pokritost je prikazana iz dveh vidikov, in sicer absolutna (število ocenjevanih subjektov v določeni regiji) in relativna (razmerje med številom ocenjevanih subjektov v določeni regiji in celotnim številom podeljenih ocen tej skupini subjektov v regiji). Pokritost je razdeljena na tri sektorje: banke, gospodarstvo (podjetja) in države. Iz grafov je razvidno, da v vseh treh sektorjih s svojo prisotnostjo prevladujeta agenciji Moody's in Standard's and Poor's.

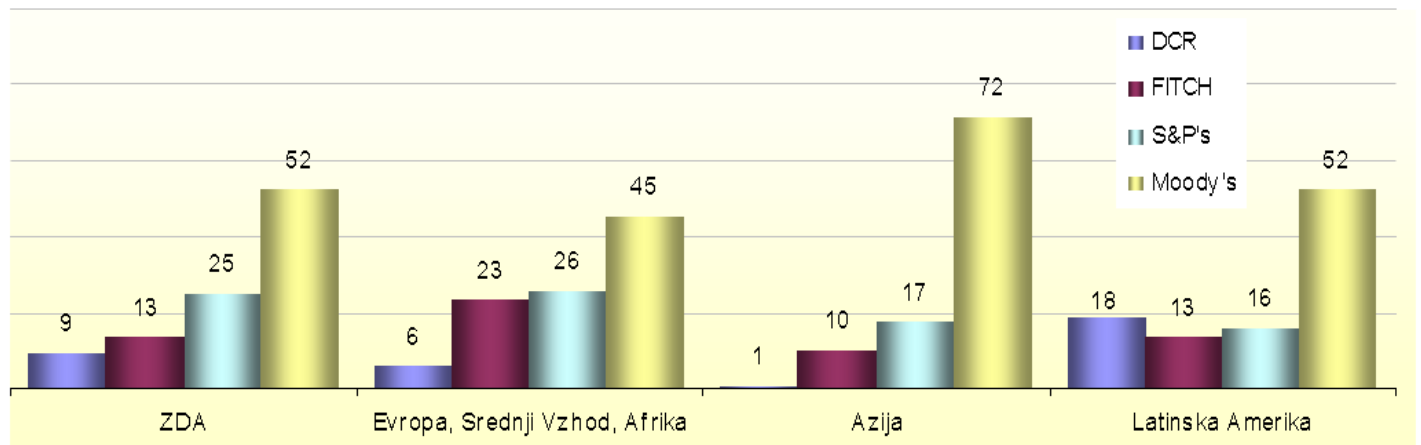
Na področju ocenjevanja bank ima veliko prednost agencija Moody's, predvsem v Aziji in Latinski Ameriki. V Evropi so med obravnavanimi državami štiri z več kot sto dodeljenimi ocenami bankam, in sicer v Franciji (250), v Nemčiji (140), v Veliki Britaniji (127) in v Italiji (108). Med vsemi državami izstopajo Združene države Amerike z več kot 1.200 ocenami.

Slika 6: Število ocenjevalnih bank



Vir: Estrella et al., 2000, str 33.

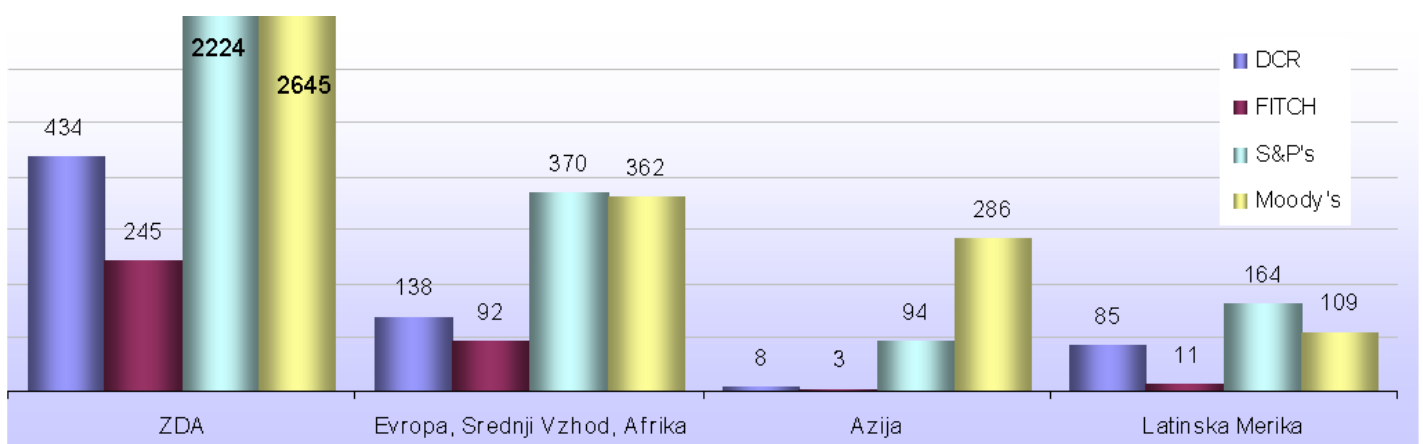
Slika 7: Odstotek pokritosti ocenjevalnih bank



Vir: Estrella et al., 2000, str 33.

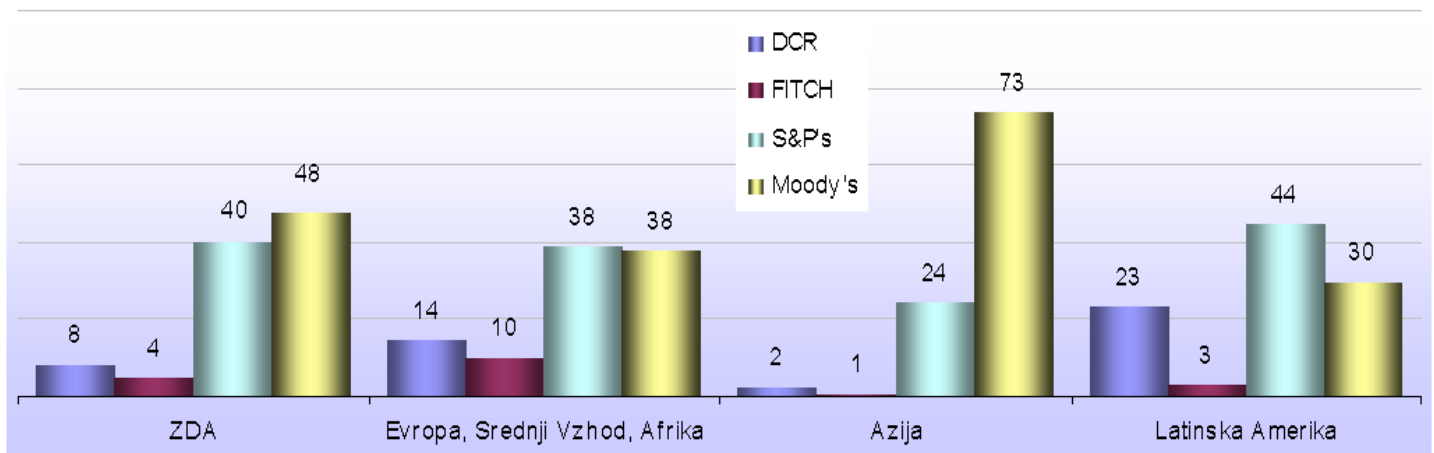
Največji vir zaslužka ocenjevalnih agencij je področje ocenjevanja gospodarskih institucij, podjetij, vendar pa se je v zadnjih dveh letih močno povečal vir dohodka iz podelitve ocen finančnim instrumentom.

Slika 8: Število ocenjevalnih podjetij



Vir: Estrella et al., 2000, str 33.

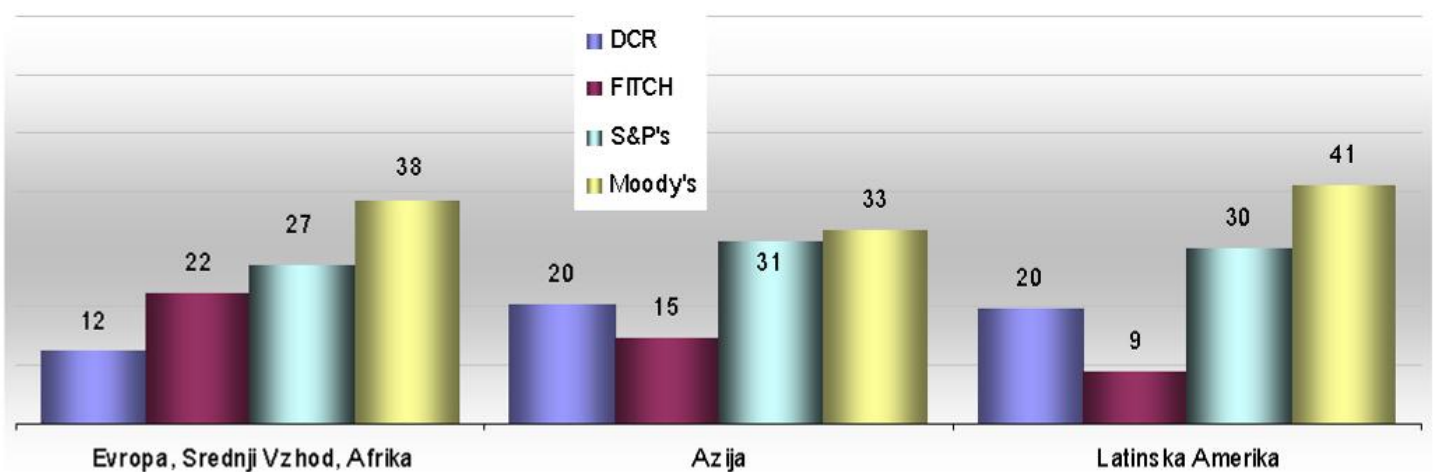
Slika 9: Odstotek pokritosti ocenjevalnih podjetij



Vir: Estrella et al., 2000, str 33.

Med največjimi štirimi agencijami je pri podeljevanju ocene tveganja države prva agencija Moody's. Največkrat je ocena državam podeljena v Evropi.

Slika 10: Število ocenjevanih držav



Vir: Estrella et al., 2000, str 33.

1.4. Bonitetna ocena

1.4.1. Kaj je bonitetna ocena?

Bonitetna ocena izraža verjetnost, da izdajatelj ne bo izpolnil svojih finančnih obveznosti na splošno (bonitetna ocena izdajatelja) ali obveznosti, ki se nanašajo na določen dolžniški instrument ali vrednostni papir s stalnim donosom (bonitetna ocena instrumenta).

Ocene temeljijo na informacijah v zvezi s tokom prihodka in bilanco stanja (s posebnim poudarkom na dolgu) ocenjevanega subjekta. Upošteva se tudi pretekla finančna uspešnost. Ker prikazujejo samo stanje v določenem trenutku, jih je treba redno potrjevati ali spreminjati, v skladu s trenutnimi ekonomskimi ali drugimi gibanji.

Ocenjevalne agencije so od začetka svoje prisotnosti na finančnih trgih razvile več kot 20 vrst različnih ratingov. Sistem ocenjevanja vrednostnih papirjev je leta 1909 izumil John Moody. Njegov namen je bil s preprostim stopenjskim sistemom prikazati relativno kreditno kakovost vrednostnih papirjev. Temeljna ocena je bila "Long Term Credit Rating" - dolgoročna ocena kreditnega tveganja. Z ratingom agencija izrazi svojo ugotovitev o tveganju naložbe/dolga oziroma plačilne sposobnosti izdajatelja. Gre za mnenje o tveganju, da določena obveznost bo oziroma ne bo plačana. Bonitetne ocene navadno kažejo na dolgoročni razvoj in se ne odzivajo na kratkoročna tržna nihanja, oziroma se nove pomembne informacije odražajo v znižanju ali zvišanju ocene (Dittrich Fabian, 2007, str. 9). Ocene so na lestvici razporejene od najbolj tvegane na dnu (C, D, E) do najmanj tvegane na vrhu (AAA). Med njimi obstaja ločnica, ki ločuje ocene netvegane stopnje (investment grade) od ocen tvegane stopnje (non-investment grade).

Vse agencije uporabljajo mednarodno prepoznavne simbole, vendar pa prihaja do težav, ker se simboli agencij med seboj razlikujejo. Konkretno se simboli agencije

Moody's razlikujejo od simbolov agencije Fitch, kar privede do dvoma o primerljivosti njihovih ocen.

Neprimerljivost pa lahko postane tudi problem, saj tako investitor ne more dobiti popolnejše slike o tveganosti naložbe. Ob tem se lahko pojavi pomislek, da bi v primeru standardizacije ocen lahko prišlo do zavajanja uporabnikov ocen, saj bi ti lahko sklepali, da so ocene popolnoma primerljive in da agencije uporabljajo enako metodologijo, kriterije ocenjevanja in enak analitični pristop, kar pa ne drži.

1.4.2. Vrste ocen

Agencije so poleg osnovne lestvice ocen, s katerimi ocenjujejo dolgoročno kreditno tveganje, razvile tudi dodatne mehanizme za prepoznavanje tveganja oziroma kakovost dolga in izdajatelja. Proces podelitve ocene bonitete obsega analizo javnih, finančnih, računovodskih in drugih informacij o izdajatelju kot tudi sedanje in prihodnje makro gospodarske in tržne dejavnike, ki lahko vplivajo na izdajatelja ali dolžniški instrument. Ocena kreditnega tveganja je sestavljena iz finančnega tveganja (finančna politika, donosnost, likvidnost in upravljanje dolgov) in industrijskega/komercialnega tveganja (tveganje sektorja, konkurenčni položaj, strategija, industrijsko prestrukturiranje) (Amy K. Rhodes, 1996, str. 293).

V večini primerov agencije komunicirajo z vodstvom ocenjevanega podjetja in tako njihove ocene temeljijo na informacijah nejavnega značaja.¹² V 2004 AMF Report on Credit Rating Agencies¹³, je zapisano, da je praksa takega podeljevanja ocen v zadnjih letih upadla. Sklepamo lahko, da je razlog v neplačilu za to oceno. Poudariti je potrebno, da agencija ne preverja nepravilnosti v računovodskem procesu, finančnih in drugih informacij ter da je treba jemati v obzir možnost, da so te informacije zavajajoče ali nepopolne. Zgoraj napisano je Steven L. Schwarcz strnil v enem stavku: »Ker ocena rating agencije temelji predvsem na informacijah, ki jih je

¹² Nekatere agencije podeljujejo unsolicited ratings, ki temeljijo samo na informacijah javnega značaja in se jih podeli brez sodelovanja z izdajateljem in tudi ocenjenemu podjetju ni treba plačati za tako oceno.

¹³ http://www.amf-france.org/documents/general/5891_1.pdf str.16.

posredoval izdajatelj vrednostnih papirjev, ocena ni bolj zanesljiva od teh informacij. Ocene tako ne pokrivajo tveganja goljufije.«

1.4.3. Ocene agencije Moody's

Agencija Moody's lahko danes ponudi uporabnikom 17 vrst kreditnih ocen in 5 vrst nekreditnih ocen.

Ocene so sestavljene iz velikih in malih tiskanih črk, katerim so dodane številčne oznake (samo pri simbolih od Aa do Caa, najboljša Aaa in najslabša C jih nimajo). Oznaka 1 pomeni, da je obveznost uvrščena v višji razred določene ocene, oznaka 2 v srednji razred ter oznaka 3 v najnižji razred.

Kreditne ocene

- **Long term obligation rating** - mnenje o relativnem kreditnem tveganju obveznosti, s fiksnimi prilivi z rokom zapadlosti leto ali več; poda verjetnost, da obveznost ne bo izpolnjena in finančno izgubo v primeru neplačila;
- **Medium-term Note Rating** - mnenje o sposobnosti izdajatelja, da izpolni srednjeročne finančne obveznosti;
- **Short-term rating** - mnenje o sposobnosti izdajatelja, da izpolni kratkoročne finančne obveznosti (ocene od P-1 do P-3 ali ocena NP, ki pomeni, da ne ustreza nobena od možnih kratkoročnih ocen);
- **Issuer Rating** - ocena izdajatelja;
- **US Municipal and Tax Exempt Rating** - ocena ameriških občinskih kratkoročnih vrednostnih papirjev;
- **Senior Implied Ratings** - ocena implicitne dolžniške sposobnosti;

- **Speculative Grade Liquidity rating** - ocena likvidnosti tvegane stopnje;
- **Bank Deposit Rating** - sposobnost banke, da bo pravočasno in v celoti povrnila dolgove;
- **US Bank Other senior Obligations Rating** - ocena ostalega bančnega dolga (ne podrejenega);
- **Bank Financial Strenght Rating** - ocena o notranji varnosti in trdnosti banke, ki ne odraža verjetnosti povračila dolgov;
- **Insurance Financial Strenght Rating** - ocena finančne moči zavarovalnice, mnenje o notranji varnosti in trdnosti zavarovalnice;
- **National Scale Rating** - ocena nacionalne skale;
- **Country Ceilings for Foreign Currency Obligations** - označuje najvišjo možno oceno v določeni državi, ki se lahko pripiše obveznosti iz depozita v tujem denarju podružnicam domače banke ali podružnicam tuje banke v tej državi;
- **Country Guidilines for Local Currency Obligations** - mnenje glede tveganosti naložbe, ki je nominirana v lokalni valuti.

Nekreditne ocene

- **Market Risk Ratings** - ocena tržnih tveganj;
- **Management Quality ratings** - ocena kvalitete vodstva;
- **Portofolio Investment Quality ratings** - ocena kvalitete portfelja investicij;

- **Servicer Quality ratings** - ocena kvalitete storitve;

Ostale ocene

- **Provisional rating** - začasna ocena;
- **Underlying rating** - prioritetna ocena;
- **Withdraw** - pomeni, da izdajatelj oz. obveznost nima ocene;
- **Estimated rating** - ocenjena ocena;
- **Expected ratings indicator** - pričakovani indikatorji ocene;
- **Indicative rating** - indikativna ocena;
- **Internal rating** - interna ocena;
- **Terminated without rating** - postopek končan brez podelitve ocene;
- **Rating Outlooks** - mnenje glede možnosti gibanja ocene v prihodnjem srednjeročnem obdobju;
- **Watchlist** - oznaka, ki pove, da je ocena na ogledu za spremembo v zelo kratkem roku;
- **Corporate Equoalent Ratings** - ekvivalentne ocene podjetij;
- **Refundeds** - obnovljena ocena;
- **Conditional Rating** - pogojna ocena.

1.4.3.1. Primerjava ocen agencije Moody's z ocenami agencij Standard and Poor's in agencijo Fitch

Ocena agencije Moody's izhaja iz ocene deželnega tveganja, za razliko od ocen agencije S & P, kjer pa je ocena izdajatelja ali dolga neodvisna od ocene države. Agencija Fitch podeli oceno na podlagi analize države in banke kot samostojnega subjekta. Glavna razlika ocen agencije Moody's v primerjavi z ocenami agencije Standard & Poor's je v vrsti simbolov, ki jih uporablja. Ta uporablja samo velike tiskane črke, od najvišje AAA do najnižje D. Namesto številčnih oznak, ki jih ob črki uporablja agencija Moody's, agencija S & P doda znak + ali -, kar pove, ali je ocena na nižji ali višji ravni določene kategorije.

Tudi agencija S & P ponuja široko paleto ocen, ki so zelo podobne tistim agencije Moody's. Pri S & P izdajajo tudi oceno, ki je ne naroči izdajatelj ali investitor in se podeli na podlagi javno dostopnih informacij (Public Information Ratings oziroma "pi"). Pri agencij S & P poteka ocenjevanje od spodaj navzgor, to pomeni, da ocenjujejo posamezno institucijo samostojno, ločeno od države, kar pomeni, da je vpliv ocene države zelo majhen. Ocena "pi" kot posebnost agencije S & P se podeli bankam; tistim, za katere se agencija tako odloči, predhodno pa se jim še ponudi možnost standardnega ocenjevanja. Te ocene so ponavadi nižje od ocen, ki bi jih banke drugače dobile na podlagi naročila. To ustvarja pritisk na banke, da naročijo plačljivo oceno.

Tudi agencija Fitch nudi vse osnovne dolgoročne in kratkoročne kreditne ocene, poleg tega pa izdaja še dve vrsti ocen, ki sta značilni samo zanjo: individualna ocena (Individual Rating) in ocena podpore (Support Rating), ki se pripisuje samo bankam. Tudi pri agenciji Fitch je skala kreditnih ocen razdeljena na investicijsko stopnjo in tvegano stopnjo, ocene pa segajo od najvišje AAA do najnižje D. Ob črki se doda tudi znak + ali -, ki pokaže variacijo ocene, oznaka pa se ne doda ocenama AAA in CCC.

Slika 11: Lestvica mednarodnih ocen dolgoročnega kreditnega tveganja

	Fitch, S & P's	Moody's
Ocena netvegane stopnje	AAA	Aaa
	AA+	Aa1
	AA	Aa2
	AA-	Aa3
	A+	A1
»Investment grade«	A	A2
	A-	A3
	BBB+	Baa1
	BBB	Baa2
	BBB-	Baa3
Ocena tvegane stopnje	BB+	Ba1
	BB	Ba2
	BB-	Ba3
»Non-investment grade«	B+	B1
ali »Speculative grade«	B	B2
	B-	B3
	..	..

Vir: Simona Kovač, 2006, str. 22.

1.4.4. Odsotnost bonitetne ocene

Bonitetna ocena je lahko umaknjena ali pa nedodeljena zaradi razlogov, ki niso povezani s kreditno kakovostjo izdaje. Kadar bonitetna ocena ni dodeljena, je lahko razlog:

- prošnja ni bila sprejeta ali odobrena,
- izdaja ali izdajatelj pripadata skupini vrednostnih papirjev ali institucij, ki zaradi usmeritve agencije niso ocenjene,
- pomanjkanje bistvenih podatkov, ki se nanašajo na izdajo ali izdajatelja,
- gre za privatno izdajo (v teh primerih bonitetna ocena ni objavljena v publikacijah bonitetne agencije) (Introduction to Credit ratings, 2005, str. 1).

Bonitetna ocena se umakne v primerih novih pomembnih okoliščin, katerih učinki onemogočajo zadovoljivo analizo, kadar novi primerni podatki niso dostopni, ko pride do odplačila obveznice ali zaradi drugih razlogov .

1.4.5. Sprememba bonitetnih ocen

Bonitetna ocena ni stalna, saj se kakovost izdajateljev in njihovih obveznosti v času spreminja. V primeru individualne izdaje vrednostnih papirjev lahko pride do zvišanja ali znižanja ocene kadar koli. Do takih sprememb bi morale prihajati, saj to pomeni dejavnost agencije, ki spremlja spremembe v kreditni kakovosti ali naknadno ugotovi, da prejšnja ocena ni v celoti odražala kvalitete vrednostnega papirja. Pri papirjih z nižjimi bonitetnimi ocenami gre pričakovati pogostejše spremembe bonitetnih ocen zaradi višjega kreditnega tveganja, ki ga nosijo.

1.4.6. Učinek ocene v praksi

Imeti oceno ene največjih agencij kaže na to, da izdajatelj resno upravlja svoje kreditno tveganje in da sodeluje s profesionalnimi zunanjimi partnerji. V primeru izkušenih in že priznanih izdajateljev, je rating lahko instrument, s katerim se izdajatelj diferencira od drugih konkurentov (AFTE 2004, str. 5).

Izdajatelji z visokim ratingom priznane agencije bodo pritegnili mnogo investorjev in tako izdali in prodali svoje dolžniške instrumente po relativno nizki ceni. Plačali bodo nižje obresti za izdane inštrumente kot konkurenti z nižjim ratingom. Sklepamo lahko, da bi lahko veliki investorji sami z lastnimi analizami pridobili podatke, ki jih sicer dobijo od agencije. To pomeni podvajanje dela, saj mora vsak investor opraviti svoje analize, agencija pa to stori le enkrat in tako izkoristi ekonomijo obsega v produkciji informacij (Grundmann and Kerber, 2001, str. 269).

Empirične raziskave¹⁴ so pokazale močno povezanost med ratingom največjih agencij in stopnjo neplačila. Ni pa dokazov, ki bi kazali, kako velik je prispevek agencij pri doprinosu novih informacij na trg. Klireg in Sarig sta (2000) dokazala, da obstaja vsaj majhen informacijski učinek. Ko je leta 1982 Moody's razdelil svoje ocene po kategorijah, so se cene inštrumentov spremenile ne glede na to, da ni bilo sprememb v osnovnem tveganju ali regulativni koristi. Od razvoja CDS instrumentov pa je informacijska vrednost ratinga še lažje empirično vidna. To je instrument, čigar cena je določena izključno na podlagi dostopnih informacij o verjetnosti neplačila in velikosti izgube v primeru neplačila, kar pomeni, da cene CDS reagirajo na spremembe ratinga, če le-ta prinese nove informacije trgu. Norden in Weber sta preučevala vpliv ratinga treh velikih agencij na cene CDS in ugotovila, da lahko vse vrste ratingov povzročijo statistične spremembe cen CDS. Največja sprememba je bila opazna ob znižanju ocene agencije Moody's in Standard & Poor's. Povprečno se je cena na dan razglasitve spremembe ocene dvignila za 10 bazičnih točk.

1.4.7. Vrednost bonitetne ocene

Bonitetna ocena ima več vrednosti, tako za naročnika kot za direktnega uporabnika ocene. Že na podlagi škandalov kot so Enron se lahko vprašamo, zakaj izdajatelji še vedno naročajo izdajo ocen in pogosto ne le pri eni sami agenciji, ampak pri več agencijah za isti finančni inštrument, tako imenovani double rating.¹⁵ Investitorji, posojilodajalci, fiduciarji in ostali udeleženci trga pogosto sprejmejo svoje investicijske in posojilne odločitve na podlagi ocene bonitetne agencije. Uporabljajo jih tudi stranke v okviru zasebnih posojilnih pogodb (Claire A. Hill, 2004, str. 20). O pomenu agencij in njihovih ocen je Thomas L. Friedman je v članku A manifesto for the Fast World zapisal: »Združene države vas lahko uničijo z bombo, bonitetne agencije pa vse lahko uničijo z znižanjem vaše ocene.« Vrednost ocene je taka, da je zaradi tako velikega povpraševanja po ocenah agencija neke vrste vratar, ki odloča o tem, katere obveznice bodo investitorji kupili (Steven L. Schwarcz, 2002, str. 34).

¹⁴ Podrobne primere opisujejo Boot et al. (2006 str. 101–03), Micu et al. (2006 str. 3–6), Norden in Weber (2004 str. 2816–17).

¹⁵ Izdajatelji ponavadi želijo pridobiti ocene vsaj dveh agencij, ponavadi sta to Moody's in S & P, v primeru, da pa se oceni zelo razlikujeta, naročijo oceno še tretje agencije, ki je ponavadi Fitch.

1.4.7.1. Informacijska vrednost bonitetne ocene

Agencije naj bi igrale ključno vlogo na trgu dolžnih inštrumentov z zmanjševanjem informacijske asimetrije¹⁶. Podjetja, ki se zadolžujejo, poznajo svoje premoženje, industrijske zmožnosti in moralno držo bolje kot njihovi kreditodajalci. Podjetniki prav tako bolje poznajo vrednost projekta, za katerega iščejo svoja sredstva. Banke imajo koristi, če poznajo prave značilnosti svojih kreditobjemalcev. Neposreden prenos informacij med udeleženci na finančnem trgu ovira moralno tveganje, saj dolžniki ponavadi niso popolnoma odkriti o svojih značilnostih, podjetniki prav tako ne o svojih projektih in investicijah. Računajo na pozitivne učinke pretiranega poudarjanja svojih dobrih strani projekta, slabe pa raje zamolčijo. Potrditev resničnih značilnosti s strani tretjih oseb pa je običajno draga ali celo nemogoča (Leland, Pyle, 1977, str. 371–373).

Bonitetne ocene spodbujajo učinkovitost trga, tako informativno učinkovitost kot tudi alokacijsko učinkovitost s tem, ko dopuščajo izdajateljem, da dajo signal o njihovi kreditni sposobnosti, s čimer pomagajo posojilodajalcem pri alokaciji kapitala. Obstoje in skorajda vsesplošna sprejemljivost presoje kreditne sposobnosti investitorjem in finančnim trgom omogoča lažje ovrednotenje kreditne sposobnosti izdanih vrednostnih papirjev. V tem smislu se lahko ocena kreditne sposobnosti razume kot javna dobrina. Nekatere bonitetne službe celo "vidijo svojo oceno kreditne sposobnosti kot standarde, ki so merodajni v svetovnem merilu, in ne kot relativne standarde tveganja v posameznih državah." Kljub temu BBB ocena vrednostnih papirjev podaja enako stopnjo tveganja, ne glede na sodno oblast, pod katero so bili vrednostni papirji izdani. To lahko predstavlja težavo za podjetja, ki bi lahko imela visoko oceno, a je nimajo, ker imajo sedež v državi, ki je finančno in politično nestabilna, saj je ponavadi ocena podjetja omejena z oceno, ki jo ima država. Na drugi strani pa ima naraščajoča potreba po ocenah zdravilen učinek za spodbujanje tujih podjetij in tujih vlad k povečanju njihove preglednosti, ki jih zagotavlja vrsta informacij, potrebnih za podporo k višji oceni (Steven L. Schwarcz, 2002, str. 23).

16 Za številne trge je značilna informacijska asimetrija med kupci in prodajalci, na finančnih trgih pa je ta še bolj poudarjena.

Informacijsko vrednost ocen zmanjšujejo študije, ki kažejo, da so agencije počasnejše, kot je dejansko spreminjanje (revising credit rating) ocene. To kaže, da ocene ne odražajo nobenih informacij, ki jih trg še ne bi imel. Boniteta je dejavnik pri pojasnjevanju sprememb cen dolžniških instrumentov, tako na trgu dolžniških papirjev, trgu listinjenih instrumentov in kreditnih izvedenih finančnih trgov. Vendar pa imajo spremembe v bonitetnih ocenah omejen vpliv. Znižanje ocene ima večji vpliv kot povišanje.

Možni sta dve razlagi tega pojava:

- Prvič, zavedanje tveganja investitorje naredi bolj odločne in povzroči, da je odziv na slabe novice večji kot na dobre novice.
- Drugič, zdi se, da so znižanja ocen bolj napovedana, saj družbe težijo k temu, da razkrijejo dobre novice hitreje kot slabe novice. Poleg tega vpliv ocene na ceno variira glede na gospodarski sektor. Vpliv ocene na ceno je tudi močnejši, če je začetna ocena visoka (AMF report, str. 53).

Bonitetna ocena ima tudi to informacijsko vrednost za trg, da so informacije, ki jih zagotavljajo, edinstvene, torej niso na voljo iz nobenih drugih virov. Investitorji in drugi udeleženci na trgu uporabljajo bonitetne ocene pri svojih naložbenih odločitvah, vendar se ne zanašajo zgolj na bonitetne ocene, saj uporabijo tudi lastne raziskave, so pa bonitetne ocene koristne, ker z njimi lahko potrdijo ali ovržejo lastne ugotovitve (SEC Report on the role and function of Credit Rating Agencies in the operation of the Securities Market, 2003, str. 28).

Bonitetna ocena predstavlja pomoč investitorjem: zaradi ocen je mogoča primerjava med visoko in nizko stopnjo kreditnega tveganja; ex-ante ni vedno jasno, v katero kategorijo instrument ob izdaji sodi, je pa mogoča posodobitev ocene, saj se s časom tveganje spreminja in ocena posodablja. Chemmanur in Fulghieri (1994) sta v svojem modelu dokazala, da večji, kot je ugled investicijske banke, nižje je tveganje za inštrumente, ki jih izda.

1.4.7.1.1. Zmanjševanje informacijske vrednosti bonitetne ocene

Informacijska vrednost bonitetne ocene se zmanjšuje zaradi treh razlogov:

1. Boniteta nima več pomembnega vpliva na naložbene odločitve in s tem na cene dolžniških instrumentov; kreditno tveganje je (poleg likvidnostnega tveganja in sistematičnega tveganja) le ena od sestavin tveganja, ki mora biti kompenzirana, da se vlagatelji odločijo za naložbo.
2. Ocena kreditne sposobnosti pogosto odraža oceno bonitetnih agencij o dolgoročni relativni kreditni sposobnosti entitet "skozi cikel", zato je njihova fleksibilnost pri kratkoročnih spremembah, ki so posledica sprememb na tržišču, omejena (AMF Report, str. 53).
3. Zaradi praktičnih razlogov bonitete agencije ne revidirajo ocen sočasno s spremembami na trgu, zato je prilagoditev bonitetne ocene na nove informacije počasnejša od trga. Njihova napovedana vrednost je tako omejena (AMF Report, str. 52).

1.4.7.2. Transakcijska vrednost bonitetne ocene

Čedalje večji del prometa agencij izvira iz ratinga listinjenih in drugih strukturiranih finančnih instrumentov. Agencije imajo bistveno vlogo pri strukturiranju takih operacij, saj banke skušajo dobiti kar se da visoko oceno za tak inštrument, s čimer si olajšajo refinanciranje takega inštrumenta. Ocena ima tako ne le informacijsko vrednost, ampak je tudi neke vrste garancija, oziroma jamči do neke mere pravno veljavnost prodaje inštrumenta zaradi svoje neodvisnosti in strokovnega znanja, ki naj bi ga imela in uporabila pri ocenjevanju kreditnega tveganja (Steven L. Schwarcz, 2002, str. 67). V tej situaciji bonitetne agencije izpolnjujejo funkcijo, ki je podobna funkciji zunanjih revizorjev. Njihova vloga je zato bolj pomembna in jo je v tem kontekstu težko nadomestiti (v nasprotju s podjetji na strani kupcev, ki razvijajo lastno oceno kreditnega tveganja in uporabljajo oceno kreditne sposobnosti kot eno izmed orodij); bonitetne agencije sodelujejo pri koncipiranju legalnih pravic in

omogočajo transakcije, namesto da bi zgolj zmanjševale transakcije in stroške kapitala (Steven L. Schwarz, 2002, str. 69).

1.4.7.3. Regulatorna vrednost

Adams je razdelil področje uporabe ocen v regulatorne namene v tri skupine (Adams et al., 1999, str. 200):

1. Uporaba ocen v zakonskih zahtevah: ocene služijo definiranju zahtev za razkritje; ustrezna bonitetna ocena lahko zniža zakonodajne obveznosti ali omogoči popoln izogib nadzoru; nekatere vrste investicijskih produktov se lahko prodajajo le, če lahko izdajatelj dokaže določeno stopnjo kreditne bonitete, ki jo odraža bonitetna ocena, izdana s strani priznane bonitetne agencije.
2. Investicijske omejitve: določene institucije imajo omejitve glede tega, kakšno oceno mora imeti inštrument, ki ga kupujejo, s čimer se želi znižati tveganje portfelja.
3. Kapitalske zahteve: ocene se uporabijo za določitev rizičnosti inštrumenta in določitev kapitala, potrebnega za zagotovitev plačila.

Zanašanje regulatorjev bančnega trga in trga vrednostnih papirjev na bonitetne ocene se je od leta 1975 do sedanje finančne krize povečevalo. Začelo se je z oblikovanjem NRSRO agencij.

Regulatorji ameriškega trga so se bolj zanašali in vključevali bonitetne ocene v zakone v primerjavi z regulatorji v Evropi (Basel Committee on Banking Supervision, Credit Ratings and Complementary Sources of CREDIT Quality Information, Working Papers No. 3, 2000).

V nasprotju s prvim baselskim sporazumom išče Basel II sporazum možnosti za

implementacijo kapitalskih zahtev, ki temeljijo na aktualni kreditni sposobnosti poslovnega partnerja banke, namesto da bi kreditna sposobnost že a priori temeljila izključno na dolgu, ki sodi v določeno kategorijo (Sušnik 2001, str. 33). Basel II pravila omogočajo različne pristope za izračun kapitalskih zahtev za različne vrste tveganj, med njimi tudi standardiziran pristop, ki temelji na zunanjih ratingih¹⁷ in tudi na ratingih bonitetnih agencij.

Bonitetne ocene imajo vrednost za regulatorje, v kolikor jim to omogoči eksternializirati nalogo (dejavnost), ki bi bila zanje draga in prezahtevna, da bi jo izvedli. Zanašanje na agencije je učinkovito orodje za zakonodajalca, dokler zakonodajalec ne najde alternative bonitetni oceni in vzpostavi bolj kompleksen pravni sistem, ali dokler se ne zaneša na interne ocene. Vključitev ratinga v regulatorno in/ali zakonodajno strukturo ima vrednost le v primeru, da je delegacija pristojnosti na agencije popolna, saj je učinkovitost (v smislu cost-benefit analize) zaradi zaupanja v agencije zmanjšana, če mora regulator konstantno izvajati nadzor nad agencijo.

V regulatornem smislu ima bonitetna ocena vrednost tudi za izdajatelje, v kolikor zagotavljajo dostop do ugodnejšega in blažjega pravnega obravnavanja s strani regulatorjev bodisi neposredno, kar pomeni na primer dostop integriranega sistema razkritij, bodisi indirektno (kreditna ocena jih naredi bolj privlačne za njihove nasprotnne stranke, kot so banke in skladi denarnega trga).

Partnoy bonitetne agencije označuje tudi kot »prodajalke regulatornih licenc« v smislu, da regulatorna vrednost ocene lahko delno razloži tako veliko povpraševanje po ocenah agencij, kljub temu da je bilo dokazano, da je informacijski input pri dodelitvi ocene premajhen in da je sposobnost učinkovitega predvidevanja agencije manjša od želene (Partnoy Frank, 2002, str. 65–84).

¹⁷ Za evropski prostor je problematičen zaradi majhne razširjenosti bonitetnih agencij na območju Evropske unije in posledično majhnega števila ocenjenih podjetij. Tudi če bi upoštevali ocene lokalnih ocenjevalnih agencij in kreditnih registrov, bi bila pokritost z ocenami dolžnikov bank večine držav članic še vedno slaba (Saša Rubin, str. 3, 2002).

1.4.7.4. Dodatna vrednost bonitetne ocene

Čeprav se ratinge dodeli na podlagi pogodbenega odnosa med agencijo in izdajateljem, ima ocena vrednost tudi za ostale udeležence na trgu in regulatorje finančnih trgov. Ostale uporabnike, ki jih lahko poimenujemo nestranke, bi lahko uporabile alternativni vir informacij o izdajatelju ali alternativne ureditvene sheme, vendar pa ima na drugi strani bonitetna ocena edinstveno vrednost za izdajatelje in je zato manj zamenljiva za alternative zaradi transakcijske in regulativne vrednosti ocene. Tudi če vlagatelji menijo, da bonitetne ocene nimajo velike informacijske vrednosti, jih bodo izdajatelji vseeno pripravljene kupiti, ker so zanje bistvene v tem, da so zaradi njih bolj poslovno in regulativno obravnavani. To zamegli primarni namen ocen, ki je podajanje informacij o kreditnem tveganju, in s tem je ogrožena verodostojnost samih ocen (Basel Working Papers št. 3, 2000, str. 40).

1.4.8. Sprožilci spremembe bonitetne ocene - Rating triggers

Bonitetne ocene se vedno bolj uporabljajo v pogodbenih določbah, posebej pogoste so v posojilnih pogodbah. Na podlagi bonitetnih klavzul so posojilodajalci upravičeni ob spremembi kreditne ocene izdajatelja dolga, izvajati določene pravice (npr. obrestna mera se poveča, izključitev pospešenega odplačila dolgov v rezervno kreditno linijo) in sprejeti posebne ukrepe (ECB 2004, str. 12–15). Ti sprožilni faktorji presoje kreditne sposobnosti imajo podobno funkcijo kot finančni dogovori, v katerih so definirana pogodbeno določila v zvezi z neizpolnjevanjem dolžnosti¹⁸.

Ti sprožilni faktorji (ang. rating triggers) zagotavljajo določeno raven zaščite posojilodajalcem in s tem olajšajo pogajanja, zmanjšajo transakcijske stroške, stroške nadzora in spremljanja posojilojemalca. Vlagatelje varuje pred nepričakovanim poslabšanjem bonitete, izdajatelji pa v zameno dobijo boljše kreditne pogoje.

¹⁸ Glej v zvezi s tem Special Comment, Rating Triggers in Europe: Limited Awareness but Widely Used Among Corporate Issuers (2002); Standard & Poors, Survey on Rating Triggers, Contingent Calls on Liquidity (2002) in Fitch Survey (2002). Te študije kažejo, da je približno 50 % evropskih in ameriških izdajateljev zadolžnic investicijskega značaja izpostavljeno sprožilnim faktorjem za oceno kreditne sposobnosti, vendar uporaba teh klavzul na visoko donosnih tržiščih in na tržiščih, ki so financirana z lastnim in tujim kapitalom, ni ravno razširjena.

Vrednost kreditne ocene kot sprožilnega faktorja ni samo transakcijska, ampak je tudi v njeni poenostavljeni sintetični obliki in neodvisnosti. Z vidika strank je padec kreditne sposobnosti javno znan in dobro prepoznaven zunanji dogodek z določenim datumom, zaradi česar je lažje iztožljiv kot neizpolnjevanje kreditnih obveznosti, ker kot tak tako rekoč ni vprašljiv (v nasprotju z npr. zamudo pri bančnih izplačilih ali nelikvidnostjo) (Amelie Champsaur, 2005, str. 23).

Kreditne ocene tudi zmanjšujejo asimetrijo informacij med strankami, s čimer zmanjšajo stroške in olajšajo oblikovanje in izvrševanje pravic. Čeprav so bonitetne ocene le »ocene mnenja«, ne smemo spregledati dejstva, da se uporabljajo in da se udeleženci finančnih trgov nanje zanašajo, kot če bi bile popolnoma objektivni kazalci kreditnega tveganja. Dejstvo je, da obstaja verjetnost, da niso zanesljive, kar pa neposredno ne vpliva na kredibilnost in ugled agencij; neposredne posledice nosijo predvsem tretje stranke (ECB št 16, 2004)¹⁹. Komercialni uspeh večine izdaj dolžniških instrumentov je v veliki meri odvisen od prejete bonitetne ocene. Bonitetna ocena je postala predpogoj za iskanje zunanjega financiranja na trgih vrednostnih papirjev (zlasti, če izdajatelji niso stalno prisotni na dolžniških trgih). Bonitetna ocena izdajatelja določa obrestne mere, ki jih bo le-ta moral ponuditi za pridobitev zunanjega financiranja.²⁰

1.4.9. Pomisleki o vrednosti ocene

Udeleženci trga bodo verjeli oceni zaradi ugleda, ki ga ima agencija, torej je iz tega zornega kota gledano produkt, ki ga ponuja agencija, ugled in ne ocena. Chemmanur in Fulghieri pravita, da je neodvisno od višine ocene že samo dejstvo, da izdajatelj oceno ima, pozitiven signal kapitalskemu trgu (Chemmanur and Fulghieri 1994, str. 59). Izdajatelj kupi delež v dobrem ugledu agencije z namenom povečanja svojega ugleda v očeh investitorjev. Še posebno izdajatelji z malo znanja so tisti, ki kupujejo ratinge za izgradnjo svojega ugleda (Jappelli and Pagano 2000, str. 8).

¹⁹ V času veljave Basel I se večina evropskih regulatorjev ni zanašala na agencije v regulatorne namene, razen za namen ocenjevanja tveganja na trgu, kot je določeno v Basel I sporazumu.

²⁰ Za pomoč pri slovenjenju besede *rating triggers* in druge strokovne terminologije se posebej zahvaljujem svojemu mentorju.

1.4.10. Bonitetna ocena NLB

Tabela 1: Bonitetna ocena NLB na dan 20. 4. 2009

Rating agencija	Dolgoročna ocena kreditnega tveganja	Kratkoročna ocena kreditnega tveganja	Ocena prihodnjih izgledov	Slovenija
Moody's	Aa3	Prime-1	Negativno	Aa2
Fitch	A -	F2	Stabilno	AA
Capital Intelligence	A +	A1	Stabilno	AA-

vir: <http://www.nlb.si/uvrstitve> in ocene.

Tabela 2: Pregled sprememb ocen NLB s strani agencije Moody`s

	Dolgoročna ocena	Kratkoročna ocena	Outlook	Slovenija
1997	Baa3 (BBB-)	Prime-3	Stable	A3 (A-)
2000	Baa2 (BBB)	Prime-2	Positive	A2 (A)
2003	A2 (A)	Prime-2	Stable	AA-
2005	A2 (A)	Prime-1	Stable	AA-
2008	Aa3	Prime-1	Stable	Aa2
2009	Aa3	Prime-1	Negative	Aa2

Vir: www.nlb.si.

Ocena agencije Moody's je najboljša in sicer Aa3, kar je za tri stopnje več kot ocena agencije Fitch in dve stopnji več od ocene agencije Capital Intelligence. Ocena

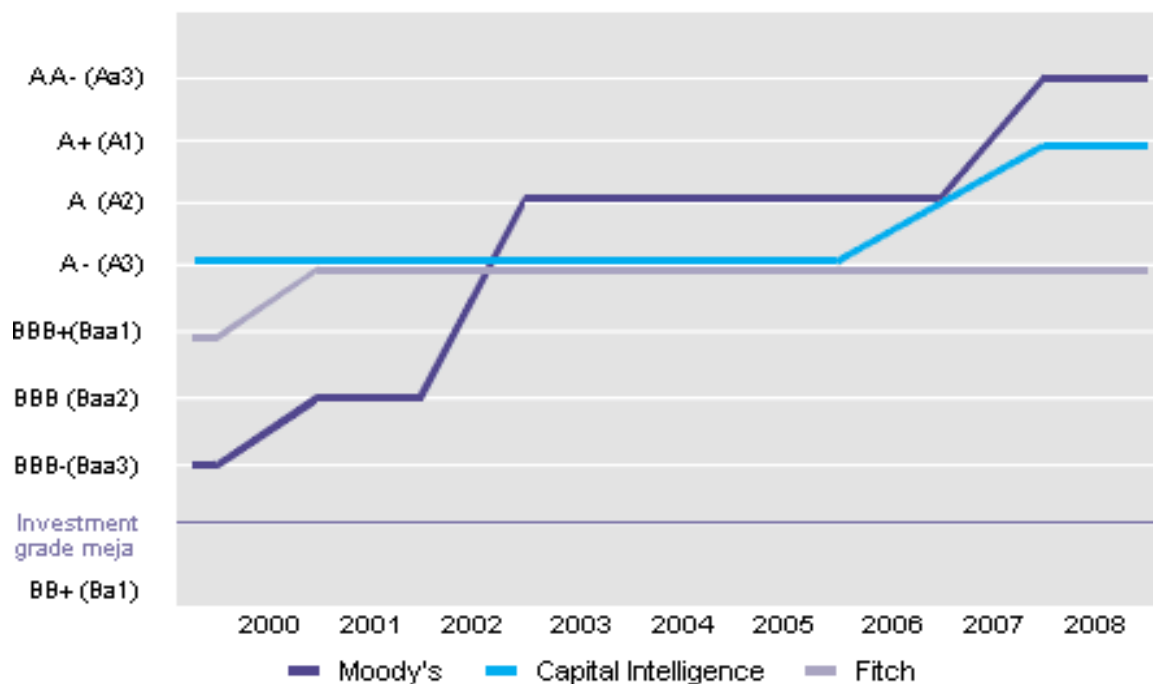
agencije Moody's je eno stopnjo pod oceno tveganja države Slovenije (Aa2), kar pomeni možnost nadaljnjega izboljšanja ocene, saj agencija Moody's pri ocenjevanju izhaja iz ocene državnega tveganja.

Prvič je NLB dobila oceno agencije Moody's leta 1997, kar je bila prva ocena kreditnega tveganja nasploh. Moody's je v poročilu poudarila, da je ocena (Baa3 in Prime-3) odraz močne pozicije NLB v slovenskem bančnem sistemu, izboljšanju dobičkonosnosti in padajočega obsega problematičnih naložb. Leta 2003 in 2004 je agencija Moody's zvišala oceno dolgoročne kreditne sposobnosti za tri stopnje (iz Baa2 na A2) in oceno finančne moči (FSR) iz C- na C. Ključni dejavniki izboljšanja so bili: finančno poslovanje banke, finančni rezultati, kvalitetni portfelj naložb, močna pozicija na slovenskem trgu, kapitalske investicije in lastniška struktura.

Leto 2009 je bilo leto znižanj bonitetnih ocen za večino svetovnih bank, tudi za NLB. Agencija Moody's je kot dejavnike za znižanje ocene navedla vse slabše ekonomsko stanje v Evropi, poglobljanje recesije v Evropi, poslabšanje kakovosti portfelja naložb, padajoče obrestne marže, nezadostno dobičkonosnost banke. Agencija je tudi izpostavila naraščajočo brezposelnost in zmanjšanje izvoza, kar naj bi povečalo število slabih posojil v slovenskem bančnem sistemu.

Na spodnjem grafu je vidno, da je bonitetna ocena NLB v času naraščala do leta 2008 pri vseh agencijah, ki so ji podelile oceno. Do leta 2004 je NLB imela tudi oceno agencije Standard's and Poor's, kasneje pa so prekinili sodelovanje z njimi. Leto 2003 in 2004 sta bili leti pomembnih izboljšanj ocen kreditne sposobnosti NLB. Dve najuglednejši agenciji sta povišali oceno banke, in sicer Moody's za kar tri stopnje (iz Baa2 na A2), Standard's in Poor's pa za dve stopnji (iz BBB- na BBB+). Banka ima najboljšo oceno s strani agencije Moody's, kar tri stopnje več, kot jo ima s strani agencije Fitch.

Slika 12: Gibanje bonitetnih ocen za NLB, podeljenih s strani štirih agencij v obdobju 2000 – 2008



Vir: <http://www.nlb.si>.

1.5. Metodologije bonitetnih agencij in proces ocenjevanja

1.5.1. Poslovni model delovanja ocenjevalne agencije

Pridobitev ocene bonitetne agencije ni hiter proces, saj mora biti agencija pri svojem delu temeljita in previdna. To pa je glede na količino podatkov in dokumentov, ki naj bi jih pregledala in glede na časovni pritisk, ki mu je izpostavljena, težko dosegljivo. Vsaka bonitetna agencija uporablja svojo metodologijo, ki je dostopna na spletnih straneh agencij in kjer so predstavljeni kvalitativni in kvantitativne faktorji, ki determinirajo oceno. Čeprav agencija uporablja enako metodologijo v določenem sektorju, lahko pride do variacij pri ponderiranju različnih faktorjev ocene, glede na vrsto dolžniškega instrumenta, glede na specifične posebnosti izdajatelja, glede na

posebne vplive, ki jih imajo na izdajatelja politični, finančni, ekonomski in drugi faktorji²¹. Listinjene transakcije lahko agencije ocenjujejo le s sodelovanjem organizatorja, saj le tako lahko opravijo popolno in natančno analizo.

O oceni odloča kreditna komisija (ang. credit committee) na podlagi ocene za instrument specifične dokumentacije in drugih informacij, ki jih zagotovi analitik. Pri odločanju komisija za bonitetne ocene pregleda več scenarijev (ang. stressing), kar ji omogoči, da ovrednoti znesek kapitala in likvidnostnega kritja, ki bo potreben za zagotovilo, da bo izdajatelj tudi v najslabših možnih scenarijih sposoben plačevati svoje obveznosti. Upoštevanje nekaterih faktorjev v procesu podelitve ocene je povsem subjektivno in nam tudi poznavanje metodologije, ki jo uporablja agencija, težko pomaga pri napovedi ocene, ki jo bo podelila. Zato bi morali investitorji naročiti pri agenciji podrobna poročila o postopku podelitve ocene in pojasnila o tem, kako je vsaka določena ocena bila dosežena. Agencija pa objavi le ratinge in splošno metodologijo (Basel Working Papers Number 3, 2000, str. 45).

Osnova za izdajo ocene je pogodba med naročnikom in agencijo. Prošnja agenciji za izdajo ocene je znak, da želi izdajatelj pokazati svojo dobro kreditno sposobnost in njegovo splošno dobro finančno stanje in s tem zmanjšati stroške kapitala (Claire A. Hill, 2004, str. 43).

Ko je končan »bonitetni proces« in agencija podeli oceno izdajatelju ali finančnemu inštrumentu, je ta ponavadi dostopna na spletni strani bonitetne agencije. Pred objavo na spletni strani agencija obvesti naročnika ocene, tako da ima le-ta možnost preveriti, če je ocena sprejeta na podlagi točnih, ažurnih informacij in ne odraža informacij, ki naj ne bi bile javno dostopne. Ocene so nato dostopne javnosti, investitorjem, finančnim posrednikom, regulatorjem finančnega trga in mnogim drugim, kar pomeni, da je uporabnikov ocen več, kot je strank agencije.

21 Standard and Poor's rating Criteria - <http://www2.standardandpoors.com>.

1.5.2. Struktura plačila

Do zgodnjih sedemdesetih let so največje bonitetne agencije zaslužile svoj prihodek s prodajo izdanih publikacij, ki so med drugim vsebovale ratinge instrumentov in izdajateljev. Agencije niso zaračunavale lastnikom finančnih inštrumentov za informacije, ki so jih objavljale (Partnoy Frank, 2006, str. 62).

Leta 1970 sta agenciji Moody's in Fitch začeli zaračunavati izdajateljem finančnih instrumentov za izdajo ocene. Večji del z ocenjevanjem povezanega prihodka je sedaj prišel od izdajateljev finančnih inštrumentov. Do te spremembe je prišlo tudi zaradi nižjih cen fotokopij, saj so izdajatelji težko preprečili širjenje (fotokopiranje) dokumentov in drugih publikacij agencije, ki so vsebovale informacije o instrumentu ali investitorju. Poleg tega pa je k temu pripomoglo tudi neplačilo 82 milijonov dolarjev v komercialnih zapisih podjetja Penn Central. Temu je sledila likvidnostna kriza ostalih izdajateljev kratkoročnih finančnih instrumentov in neplačil iz njihove strani, kar je bilo odločujoče za izdajatelje kot investitorje, da so se zavedli tveganja takih izdaj finančnih inštrumentov. Ker so izdajatelji želeli zopet vzpostaviti zaupanje pri investitorjih in jih prepričati v kakovost njihovih izdaj, se je pojavila potreba po pridobitvi ocen oziroma ratingov. Temu je logično sledilo plačilo izdajateljev agencijam za podelitev ocene. Moody's je v svojem letnem poročilu za leto 2002 navedla, da osemdeset odstotkov njenega prihodka predstavljajo plačila za podeljeno oceno (Moody's Corp. Services, 2002 Annual Report 16, 2003).

Tako agencija Moody's kot Standard'd & Poor's sledita podobnim vzorcem v zvezi s cenovno politiko in obsegom ocen podjetniških izdaj finančnih instrumentov. Stojita na stališču, da bosta ocenili in javno objavili vse podjetniške obveznice, ki jih je registriral SEC, ne glede ali to podjetje zahteva ali ne. Če izdajatelj ne zahteva ocene, jo bo agencija podelila na podlagi javno dostopnih podatkov. V primeru, da izdajatelj prosi za oceno, takrat dobi privilegij, da lahko sam posreduje podatke agenciji, za oceno pa mora seveda plačati.

Praktično vsi podjetniški izdajatelji naročijo oceno, saj menijo, da bodo s tem, ko bodo oni sami posredovali informacije in neposredno predstavili svojo "finančno

zgodbu" agenciji, vplivali na višino ocene (in zaradi tega znižali stroške izdaje vrednostnih papirjev) ter tako upravičijo honorar, ki ga plačajo za izdajo ocene agenciji.

Na prvi pogled razmerje zahteva - odgovor s strani izdajatelja označuje, da Moody's in Standard & Poor's skupaj, če ne že posamezno, ne zaračunavata dovolj velikih honorarjev za svoje ocene, da bi maksimizirali svoj profit. Če ima povpraševanje izdajateljev po oceni običajno lastnost krivulje povpraševanja, pomeni, da bi pri zelo visoki ceni za podelitev ocene le nekaj izdajateljev zahtevalo izdajo ocene, z zniževanjem cene pa bi se število povpraševalcev povečevalo. Moody's in Standard's & Poor's skupaj bi morala biti sposobna dvigniti dobiček z zvišanjem cen za izdajo ocene (ob zmanjšanju števila povpraševalcev), dokler ne dosežeta točke, kjer je njun dobiček največji (ang. standard monopoly maximizing point)²².

1.5.2.1. Zakaj plača naročnik ocene (izdajatelj) in ne neposredni uporabnik ocene

Ker je naročnikov ocene manj kot njenih direktnih uporabnikov, lahko navedemo nekaj možnih razlogov, zakaj agencija ne razkrije ocene samo naročniku, ki bi imel možnost nadaljnjega razkritja tretjim uporabnikom.

Kot navaja Claire A. Hill (2004, str. 30), je razlog lahko v tem, da ocena nima nobene realne vrednosti za tretje uporabnike in da agencija ničesar ne izgubi s tem, ko ne proda ocene tretjim uporabnikom, saj je le-ti ne bi bili pripravljeni kupiti. Druga hipoteza bi lahko bila, da je bonitetna ocena javna dobrina, ima vrednost za tretjo stranko, vendar agencija nadomesti izgubljeno vrednost s tem, da zaračuna več naročniku.

²² Točka, pri kateri je $P = MC/(1+1/ED)$, P = cena, ki jo zaračunava monopolist, MC = marginalni stroški monopolista, ED = krivulja elastičnosti povpraševanja.

1.5.2.2. Konflikt interesov, ki izhaja iz načina plačila agenciji

Dejstvo, da mora izdajatelj agenciji plačati za izdajo ocene, predstavlja zanj skušnjava za izvajanje pritiska nad agencijo. Agencije trdijo, da so sprejele ukrepe proti takim pritiskom bodisi s tem, da so razkrile konflikt interesov, bodisi s tem, da so neodvisne in niso v lastništvu nobene druge entitete, bodisi s tem, da prihodek od nekega naročnika ne more predstavljati več kot določen odstotek celotnega prihodka agencije. Največjo težavo pa predstavljajo pomožne dejavnosti in storitve agencije, ki jim prinašajo vse večji delež v prihodku.

1.5.3. Postopek dodelitve ocene bankam, od povpraševanja za oceno do podelitve ocene

Če agencija dela po plačljivem razmerju, je potrebno najprej podpisati pogodbo in se uskladiti glede plačilnih pogojev. Analiza bančnega, ekonomskega in poslovnega okolja je začetek celotnega procesa, saj ima okolje, v katerem banka posluje, pomemben vpliv na finančni rezultat in stabilnost banke. Agencija pogleda svoje ocene o tveganju države, v kateri je banka, in zaprosi banko za podatke o karakteristikah bančnega sistema v državi, načinu delovanja centralne banke, podatke o nadzornih mehanizmi, računovodski politiki, pregledu drugih bank in oblikuje primerljivo skupino bank (ang. peer group). Agencije imajo pripravljene vprašalnike za posamezne vrste panog oziroma podjetij, ki jih analizirajo, kar velja tudi za banke, kar pomeni, da agencija lahko da banki vprašalnik na vpogled še pred obiskom v banki, ki sledi.

Obiski se običajno opravijo pri višjem vodstvu banke in zajemajo predvsem področja uprave (strategija in pregled poslovanja), zakladništva (financiranje, likvidnost in trgovanje), upravljanje s tveganji (kvaliteta aktive, spremljava kreditiranja, politika rezervacij, kreditna in nekreditna tveganja), finančno poslovanje (mednarodni standardi računovodskega poročanja, načrtovanje, analiza poslovanja), človeški viri, informacijska tehnologija, notranja revizija. Največji pomen ima sestanek na temo upravljanja s kreditnimi tveganji.

Sledi faza analize banke, ki se opravi glede na ključne teme sestankov in seznama dejavnikov poslovanja. Ponavadi sta za vsakega naročnika v agenciji zadolžena dva analitika. Najprej se opravi analiza na podlagi človeških presoj in znanj, ki ji sledi še analiza z računalniško obdelavo podatkov, katere namen je pridobiti rezultate glede dobičkonosnosti banke, podatke o kreditnih, tržnih in operativnih tveganjih, kapitalski moči, kvaliteti financiranja, likvidnosti ... Rezultati računalniških obdelav niso javno dostopni niti investitorjem niti izdajateljem.

Po opravljeni analizi agencija pripravi osnutek ocenjevalnega poročila. Pred javno objavo končnega poročila mora banka opraviti pregled teksta in števil, zaradi pogostih napak, ki se pojavljajo v poročilih. Banka tudi določi, kateri podatki so strogo zaupni in ne želi, da bi bili javno objavljeni. Sestavi se kreditni odbor, ki ima ponavadi 7 članov, med katerimi sta vedno analitika, ki pokrivata določeno banko. Poleg njiju je v odboru vsaj ena oseba iz najvišjega vodstva agencije ter analitiki, ki pokrivajo banke iz drugih držav, kar naj bi zagotovilo nepristranskost in uniformnost glede mednarodne primerjave. Na zasedanju odbora analitika opravita predstavitev javno objavljenih in zaupnih podatkov ter primerjavo z drugimi primerljivimi domačimi in tujimi bankami v regiji.

O oceni je najprej obveščena banka, potem pa sledi še obvestilo za javnost na internetni strani agencije. Banka sama potem obvesti svoje investitorje, delničarje in druge s sporočilom za javnost. Pritožbe nad oceno načeloma niso možne. V primeru, da se pritožbi ugodi, pa mora banka priskrbeti nove podatke.

1.6. Bonitetne agencije v primerjavi z ostalimi nadzorniki trga – gatekeeperji²³

V tem delu naloge želim predstaviti odnos in razlike med bonitetnimi agencijami in drugimi nadzorniki trga. Hedže skladi, revizijske hiše, kapitalski analitiki,

²³ gatekeeper = neodvisni strokovnjaki z velikim ugledom, ki pomagajo investitorjem, katerih kapital je razpršen, to so npr. revizorji, analitiki vrednostnih papirjev.

investicijske banke, davčne oaze so institucije, ki igrajo podobno vlogo, vendar so bonitetne agencije in njihovo delovanje širši javnosti mnogo manj poznane kot denimo revizijske institucije ali pa finančni analitiki.

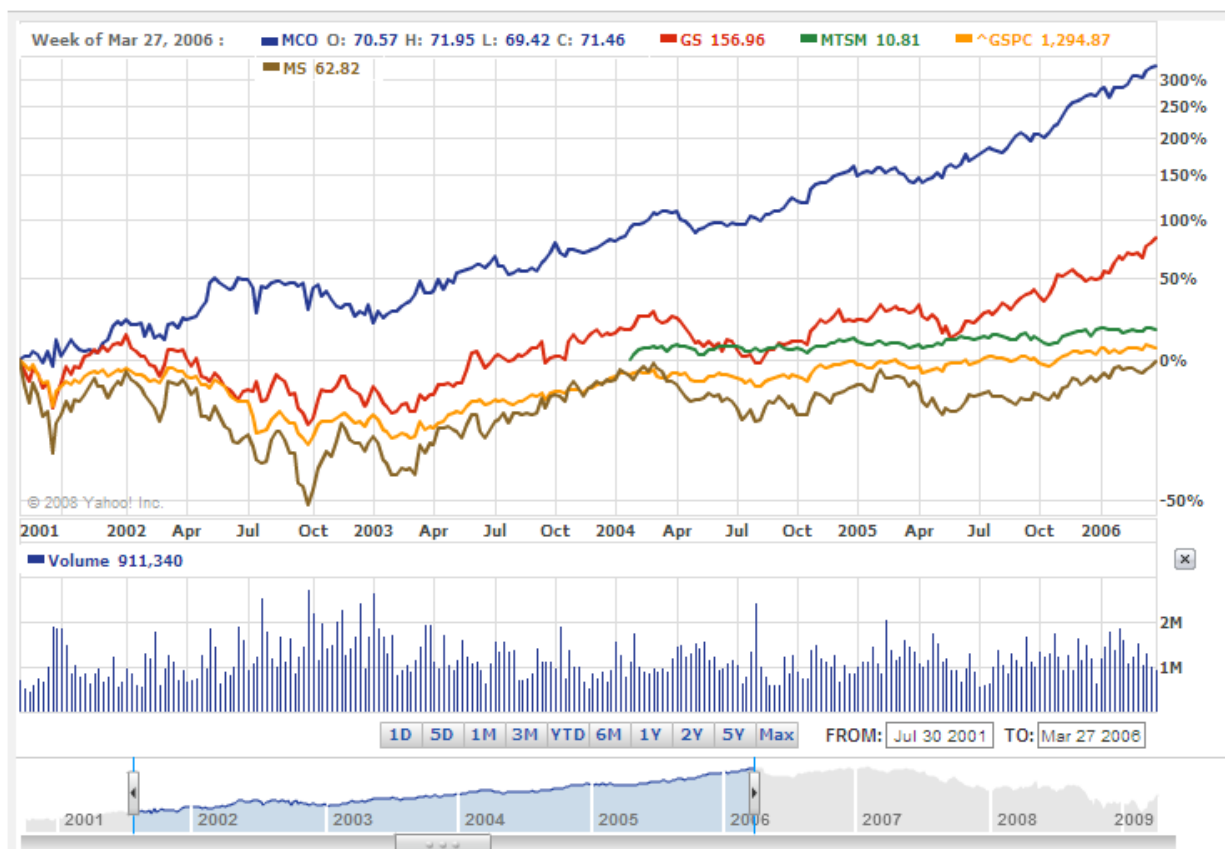
Vse te entitete so bile aktivne igralke v preteklih finančnih krizah in večina med njimi še vedno ni pravno urejenih. Pod krinko borbe za prosti trg neoliberalne sile in institucije lobirajo za svobodo teh nadzornikov (Štiblar, 2009, str. 142).

1.6.1. Poglavitne razlike med bonitetnimi agencijami in ostalimi nadzorniki finančnega trga

1.6.1.1. Donosnost

Agencije so mnogo bolj profitabilne kot ostali nadzorniki; rast dobičkov agencij je v zadnjih petih letih rasla, medtem ko pri ostalih take rasti ni bilo. Vrednost delnic Moody's je povečala za več kot 300 odstotkov v zadnjih petih letih, medtem ko se je večini bank vrednost delnic znižala. Agencije so tudi veliko manj denarja porabile v pravnih sporih in poravninah, saj so se pred ameriškimi sodišči uspešno branile z argumentom, da je njihova dejavnost, dejavnost finančnega založništva in so zato zaščitene s Prvim amandmajem (Partnoy, 2006, str. 66). Moody's je manjši od ostalih finančnih založnikov (Dow Jones, Reuters) in ustvarja manjše prihodke, a ima večjo tržno kapitalizacijo. Moody's ima veliko večje operativne marže, investitorji bodo plačali tudi petkrat več na dolar prihodka Moody'sa kot na dolar prihodka Reutersa. Vsak zaposleni pri Moody'su ima desetkrat višjo tržno vrednost kot zaposleni pri oglaševalski agenciji.

Slika 13: Sprememba cen delnic agencije Moody's v primerjavi z agencijo S & P 500 in največjimi investicijskimi bankami: (MCO – Moody's, GS – Goldman Sachs, MS – Morgan Stanley, MTSM – Merrill Lynch, GSPC – S & P 500 Index)



Vir: <http://finance.yahoo.com>.

Na grafu je vidna velika rast cen delnic agencije Moody's. Poleg tega so cene delnic agencije Moody's rasle konstanto v času, medtem ko pri ostalih rast ni konstantna ali pa celo pada.

1.6.1.2. Konflikt interesov

Za agencije je značilen večji in drugačen konflikt interesov kot za ostale varovalce trga. Agencije so plačane s strani izdajateljev finančnih instrumentov in večji del prihodka agencij predstavljajo ta plačila. Agencije podeljujejo ocene tudi, če izdajatelj ne naroči ocene (ang. unsolicited rating). Zanje so značilne dodatne pomožne storitve, ki niso v neposredni povezavi z njihovo primarno dejavnostjo in niso pravno urejene

tako kot pri ostalih varovalcih trga in pri katerih imajo agencije veliko več maneverskega prostora ter jim prinaša ta dejavnost vse več dobička.

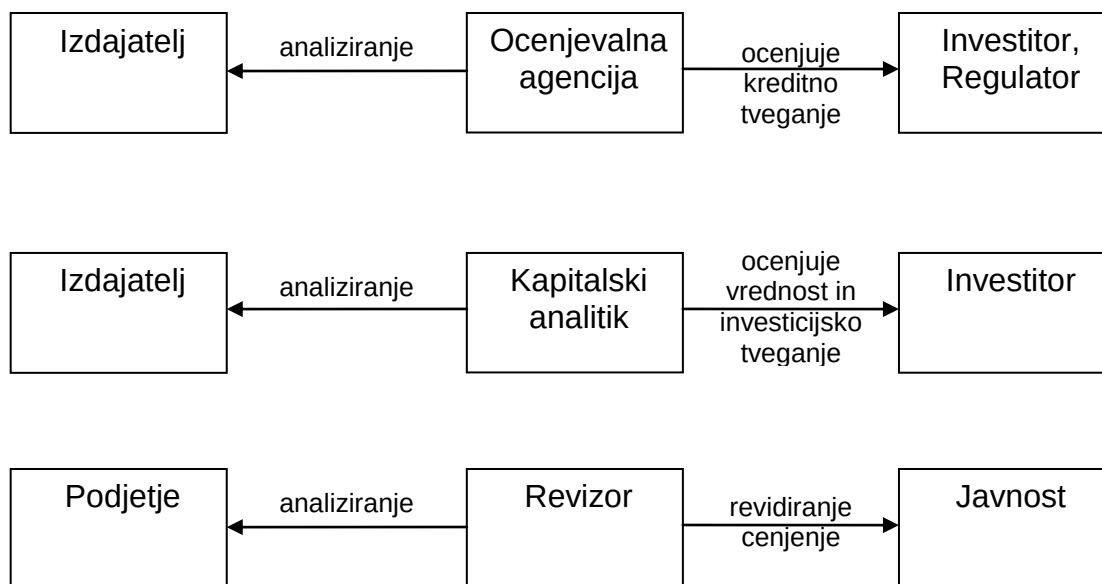
Pomožne storitve so podobne dodatnim storitvam, ki jih ponujajo računovodski servisi. Izdajatelj finančnega inštrumenta čuti pritisk, da pri podjetju, ki bo zanj opravilo revizijo, najame tudi dodatne storitve te revizijske institucije in enako logiko lahko prenesemo na agencije, ki s tem, ko bodo naročniku dale oceno, izvajajo pritisk nanj, da najame njihove dodatne storitve, saj bodo tako mogoče na koncu dobile višjo oceno (SEC, 2003, str. 43).

Bonitetnim agencijam regulatorji niso omejili dejavnosti, niso jim pravno odredili, kaj lahko počnejo in česa ne, medtem ko morajo računovodske in revizijske institucije upoštevati pravila, ki omejujejo njihovo dodatno dejavnost, ki je povezana z možnostjo navzkrižja interesov.

1.6.1.3. Odgovornost

Razliko med bonitetnimi agencijami, revizorskimi institucijami in kapitalskimi analitiki lahko prikažemo tudi s primerjanjem odgovornosti vsake od treh institucij. Kot kaže slika, imajo vse tri podobno strukturo poslovnega modela. Vse tri institucije so posredniki informacij, ki analizirajo podatke, ki jim jih posredujejo njihove stranke in potem podajo mnenje o teh informacijah. Strukturne podobnosti pa ne pomenijo tudi podobne ekonomske funkcije. Obstajata dve jasni razliki med bonitetnimi agencijami in kapitalskimi analitiki na eni strani ter revizorji na drugi; prvi uporabljajo nestandardizirano metodologijo, slednji pa morajo kot osnovno orodje uporabljati in slediti osnovnim računovodskim standardom.

Slika 14: Poslovna struktura rating agencij, kapitalskih analitikov in revizorjev



Vir: White, Lawrence J. 2002, str. 41.

Revizorji izdelajo mnenje na podlagi vseh poslovnih in računovodskih knjig, ki jih mora predložiti stranka, drugi dve instituciji pa le na podlagi tistih informacij, ki jih predloži stranka sama. Zato je odgovornost revizorjev večja že zaradi same narave njihove analize. Ljudje jemljejo revizijska mnenja kot resnična, saj so izdana na podlagi računovodskih pravil (Husisian 1990, str. 443). Revizija izkaže, da podjetje hrani svoje račune v skladu s standardi. Mnenja revizorjev so absolutne izjave dejstev. Analitiki ne podajo absolutne izjave v takem smislu kot revizorji, ampak podajo le svojo oceno, mnenje, tako kot ratingi. Ratingi so po svoji naravi relativni, saj je njihov namen podati lestvico tveganj. Isti inštrument je lahko dober ali slab za različne investitorje. Rating je mnogo bolj specifičen od mnenj analitikov, saj meri le kreditno tveganje, medtem ko drugi prikazuje mnogo dejavnikov. Z drugimi besedami, konflikti analitikov glede vrednostnih listin so kot "vrtinec", kjer finančni analitiki poskušajo ujeti ugodno oceno kreditne sposobnosti, da bi tako dobili plačilo v prihodnosti, medtem ko so konflikti bonitetnih služb kot "sunek", kjer bonitetne agencije emitentom grozijo z neugodno oceno kreditne sposobnosti, da bi tako plačilo dobile takoj.

1.6.1.4. Strukturirane finance

Morda je bila največja razlika med bonitetnimi agencijami in drugimi nadzornimi instancami v preteklih letih vse bolj pomembna vloga, ki so jo imele bonitetne agencije pri oceni novih strukturiranih finančnih zadev, še posebej glede kreditnih derivatov. Finančne institucije so pričele prvič uporabljati kreditne derivate sredi 90-tih kot mehanizem za prenos kreditnega tveganja, primarno zato, ker jim je to omogočalo zavarovanje tveganja, povezanega z dajanjem kreditnih posojil, ter za zmanjševanje zahtev glede bilančnega kapitala.

Agencije so vedno bolj usmerjene na trg strukturiranih finančnih instrumentov in na nove kompleksne izvedene dolžniške inštrumente, katerih ocenjevanje jim v zadnjem obdobju prinaša velik del dobička, kar jih postavlja v bolj "gateopener" položaj kot v položaj gatekeeperjev (Partnoy Frank, 2006, str. 60). Najbolj preprosta oblika takega instrumenta je CDO. Agencije so razvile metodologije za podelitev ocene takemu inštrumentu in prav podeljevanje ocen CDO instrumentom jim v zadnjem obdobju prinaša največje dobičke.

Partnoy navaja dva temeljna vzroka razlik med bonitetnimi agencijami in drugimi nadzorniki trga:

- veliko zakonov in regulacije finančnega trga temelji na ocenah NRSRO agencij,
- agencije večinoma niso civilno in kazensko odgovorne za svoje ocene.

1.6.2. Razlika med revizijo in ratingom

Revizorske hiše podobno kot bonitetne agencije dajejo investitorjem na voljo informacije in so neke vrste posredniki informacij, ki jih revizorski hiši posreduje revidirana institucija, ki je tudi plačnik revizije. Razlika med revizijo in ratingom je v tem, da revizijsko podjetje med ostalim zagotavlja informacije delničarjem, ki

zagotavljajo lastniški kapital, rating agencije pa podajajo informacije investitorjem, ki zagotavljajo dolžniški kapital.

Druga razlika pa je v tem, da so podjetja ponavadi zakonsko prisiljena v revizijo, pridobitev ratinga pa je večinoma prostovoljna. Drugačna pa je tudi pravna narava ratinga in revizije, saj je rating le mnenje, proti kateremu stranke ne morejo vložiti tožbe zaradi netočnosti, proti nepravilno opravljeni reviziji pa so možni pravni ukrepi (Zachariahs 2007, str. 5).

Kreditna ocena ni revizija ali preverjanje izdajateljevih finančnih izkazov. Gre bolj za splošno mnenje ali oceno, ki se dobavi potencialnim investitorjem in ki je utemeljena na notranjem ocenjevalnem procesu agencije. Agencija ne priporoča ali svetuje nakupa, prodaje ali zadržanja določene naložbe, kar je temeljna razlika med njimi in investicijskimi analitiki ali revizorji.

1.6.3. Razlika med bonitetno agencijo in poslovno banko

Bonitetna agencija je entiteta, ki zbira informacije in jih procesira in analizira, ampak ne v smislu in z namenom financiranja finančnih posrednikov, kot to počnejo banke. Ključna razlika je v kontrolnem mehanizmu, ki ga banke imajo, agencije pa ne, saj so banke odgovorne za svoje kreditne analize, ker imajo ponavadi kapitalski delež v teh naložbah. Večji kot je kapitalski delež banke v naložbi, večja bo pobuda iz njene strani za pravilno pridobivanje in obdelavo informacij in tako se udeleženci trga lahko zanesejo na kvaliteto informacij banke brez eksplicitnega nadzora (Campbell in Kracaw 1980, str. 864).

Agencije pa za razliko od bank nimajo nobenega finančnega deleža v dolžniških inštrumentih, ki jih ocenjujejo in nimajo vzvoda, da bi zagotovile najbolj kakovosten postopek analize. Bonitetne agencije in investitorji se znajdejo v položaju moralnega hazarda in agencije lahko zaslužijo, oziroma zmanjšajo stroške dela, če bi opravile površno analizo ali če izdajo ocene (manipulativne), s katerimi povzročijo pritisk na izdajatelje.

1.6.4. Razlika med bonitetno agencijo in investicijsko banko

Razlika med bonitetno agencijo in investicijsko banko je v njunih poslovnih modelih. Investicijske banke ponavadi zagotovijo svojo kompenzacijo na osnovi aktualne ponudbene cene za izdajo kredita. Če dosežejo višjo ceno, realizirajo višje stroške. Če bodo dosegle višjo ceno za izdajo, bodo tudi provizije višje. Investicijske banke z največjim ugledom ustvarjajo najvišje vrednosti, ampak nosijo tudi največje tveganje, da bodo ogrozile svoj ugled, če se ex-post pokaže, da je bila izdaja previsoko vrednotena. Zato raje izberejo finančno stabilne vlagatelje, ki predstavljajo majhno tveganje (Chemmanur in Fulghieri 1994, str. 57–60). Ena ali več investicijskih bank visoke analitične kakovosti tekmuje v različnih razredih tveganja.

Pri bonitetnih agencijah je drugače: bonitetna agencija s tem, ko podeli višjo oceno, ne pridobi ničesar. Tudi najuglednejše agencije lahko ocenjujejo najbolj tvegane in slabe inštrumente, če je njihova ocena zanje nizka. Zato obstaja samo en segment za vsa tveganja znotraj enega segmenta trga, kar ne omogoča hierarhične strukture trga. (Kerwer 2002b, str. 44).

II. DEL: PRAVNA UREDITEV

2.1. Zanesljivost bonitetne ocene in regulacija

Lahko bi zastopali stališče, da ni realne potrebe po regulaciji rating agencij, da bi se zagotovila natančnost in neodvisnost bonitetnih ocen. Regulacija je namreč draga in služi samo zaščititi vlagateljev, ki nimajo pristojnosti in virov potrebnih za izvajanje poglobljenih analiz, kot jih izvajajo agencije. Razkritje »navzkrižja interesov« in metodologij agencije bi moralo biti dovolj za vlagatelje, da ocenijo, ali so bonitetne ocene zanesljive, in jih odvrčajo od uporabe takih bonitetnih ocen. Z drugimi besedami, ali je treba pravno urediti bonitetne agencije, če regulacija služi samo zaščititi vlagateljev, ki bi morali več informacij pridobiti s samoiniciativo in ne jemati bonitete kot samoumevnega dejstva. Vendar pa se bonitetne ocene ne uporabljajo izključno kot kreditne ocene tveganja, ki jih vlagatelji lahko upoštevajo ali ne. Zaradi njihovega vključevanja v različne pogodbene in regulativne strukture investitorji in posojilodajalci nimajo več možnosti izbrati, ali se bodo zanesli nanje ali ne. Morajo jih sprejeti in upati, da so zanesljive. Nezanesljivost ratinga lahko vpliva na tretje stranke in na trg na splošno (Howell, Jackson, 2001, str. 17).

2.2. Regulacija bonitetnih agencij

2.2.1. Zakaj regulirati?

Za industrijo ocenjevanja kreditnega tveganja je značilno, da ocene uporabljajo ne le zasebniki, ampak tudi države po vsem svetu. Uporabljajo jo kot referenčno točko v pravnih normah in finančnih predpisih oziroma ocene lahko celo pridobijo certifikacijsko funkcijo (Sinclair, 2005, str. 24–49).

Finančna regulacija ima različne cilje, med drugim²⁴ tudi stabilnost ključnih institucij in trgov, ki sestavljajo finančni sistem. Ena od komponent finančne stabilnosti je zaupanje vseh udeležencev trga v sistem, država pa želi povečati to zaupanje, saj s tem znižuje transakcijske stroške.

Namen regulacije finančnih institucij (bank in ostalih depozitarjev, zavarovalnih institucij, gospodarskih družb, skladov) je v zaščiti nosilcev odgovornosti v takih institucijah pred izgubami, ki bi nastale zaradi insolventnosti, in v ohranitvi sistematične stabilnosti bančnega sistema. V ZDA so z namenom zmanjšanja tveganja vnesli v sistem pravila, ki so bodisi prepovedovala lastništvo vrednostnih papirjev, ki padejo pod mejo investment-grade (npr. banke in hranilnice ne smejo imeti vrednostnih papirjev, ki imajo oceno nižjo od BBB), bodisi določala posebne kapitalske zahteve za lastništvo vrednostnih papirjev.

Razlogi, da so bonitetne ocene eden od inštrumentov finančne regulacije:

1. Povezanost in velika stopnja korelacije med kategorijami tveganja in zamudnimi obrestmi, ne glede na to, ali sama ocena prinaša novo informacijo trgu; bonitetne ocene so po objavi neposredno na voljo trgu in udeležencem trga in ne povzročajo nobenih direktnih stroškov; še posebej je to mogoče od uveljavitve elektronske objave ocen na spletnih straneh;
2. Potreba po konstantnem in natančnem pregledu je lahko minimalna, če se uskladi prepoznavanje trga in kontrolno prepoznavanje rating agencij;
3. Ker bonitetne ocene temeljijo na ugledu in temeljitosti, so idealno orodje za povečanje zaupanja. Bonitetne ocene so enostaven instrument za vplivanje na vedenje udeležencev na finančnih trgih (Brookfield in Ormrod 2000, str. 315).

²⁴ Cilji finančne regulacije (glej Balling 2004): varstvo pred sistematičnim tveganjem, država želi preprečiti kopičenje prevelikega tveganja na določenih točkah finančnega sistema, s čimer želi preprečiti dogodke, kot so stečaj bank.

Do leta 1975 ni bilo odgovora na vprašanje, ocene katerih agencij je treba uporabiti v regulatorne namene na območju Združenih držav Amerike. Tega leta pa je SEC ustvaril NRSRO kategorijo agencij, ki jo je sprejel kongres in tudi ostale regulatorne institucije ter institucije finančnega trga.

2.2.2. Kako regulirati?

Odbor evropskih regulatorjev trga vrednostnih papirjev - CESR (Committee of European Securities Regulators) je novembra 2004 na predlog evropske komisije pripravila predlog (Consultation paper), kjer je navedla 6 možnih načinov regulacije bonitetnih agencij. Možnosti so: posebna ureditev agencij, sistem registracije agencij, vključevanje Kodeksa IOSCO v evropsko zakonodajo, samoregulacija²⁵.

2.2.2.1. Samostojna in neodvisna pravna ureditev bonitetnih agencij

Glede na vse večje zanašanje udeležencev trga na bonitetne ocene je prva možnost samostojna pravna regulacija agencij, s čimer bi zagotovili zanesljivost ocen. To vrsto ureditve označujejo kot način regulacije, ki je podoben ureditvi računovodskih standardov, ki vključuje vsebinsko natančna pravila, ki urejajo bonitetne metodologije za zagotovitev točnosti bonitetnih ocen (Quinn 1999, str. 336).

Ta možnost temelji na nekaj glavnih značilnostih trga agencij in na njenih dejavnostih:

- (i) de facto zanašanje na bonitetne ocene in s tem potrebo po njihovi zanesljivosti,
- (ii) bonitetne ocene so do neke mere "javna dobrina" in
- (iii) oligopolistična narava trga bonitetnih agencij (Jefferson, 1999, str. 134).

²⁵ <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=3157>.

Vendar pa ta možnost odpira veliko pravnih in praktičnih vprašanj. Kljub temu, da vlagatelji in regulatorji trga jemljejo bonitetne ocene kot natančne kazalnike kreditnega tveganja, jih zakonodajalci, sodišča in regulatorji v ZDA in EU opredeljujejo kot mnenja in menijo, da ne bi smelo biti nobene vsebinske ureditve metodologij bonitetnega procesa. Ameriška sodišča so celo menila, da je zanašanje vlagateljev na bonitetne ocene, kakor da bi bile "jamstva" z določeno stopnjo kreditnega tveganja, "nerazumno". Ne glede na to, da so ocene le mnenja, ne pomeni, da regulacija ni potrebna. Možna je analogija z novinarsko etiko, neurejanje vsebine ne pomeni neurejanja nasploh. Vzpostavitev strokovnega kodeksa ravnanja je vsaj način za zagotovitev celovitosti postopka, saj točnosti ocen ni mogoče zagotoviti.

.

2.2.2.2. Vzpostavitev pravil poslovnega obnašanja (kodeksa)

Namesto stroge pravne ureditve samih agencij je mogoče vzpostaviti sistem, ki bi urejal dejavnosti agencij. Bonitetna ocena je mnenje in taka ureditev, ki določa sprejetje kodeksa ne zahteva, da so bonitetne ocene vsebinsko točne ali v skladu z nekaterimi posebnimi konvencijami. Taka ureditev zgolj nalaga izvajanje poslovnih pravil za zagotovitev celovitosti bonitetnega procesa. Pravila kodeksa naj bi zajela področje vzpostavitve stikov in trgovinskih odnosov z izdajateljem, zbiranje informacij od izdajatelja, pošteno analizo teh informacij, vključno z zagotavljanjem ustreznih in zadostnih informacij, o tem, kako je ocena bila določena, in razkritje bonitete za izdajatelja in trg. Zanesljivost pomeni neodvisnost agencije od zunanjih vplivov, ki bi lahko "poškodovali" proces podelitve ratinga. Na tak način ureja agencije Kodeks IOSCO o osnovnih načelih ravnanja za bonitetne agencije.

Samoregulacija se ne zdi prava rešitev, saj posamični pristopi nekaterih agencij ne bi imeli učinka na ravni celotnega trga, ki je potreben za vzpostavitev enakih konkurenčnih pogojev po vsem svetu. Poleg tega kodeksi, ki jih agencije same sprejmejo, ne vsebujejo mehanizma za njihovo izvrševanje.

2.3. Veljavna ureditev

V tem delu želim predstaviti dejansko ureditev bonitetnih agencij. Več pozornosti bo posvečeno ureditvi v Združenih državah Amerike, saj imajo največji prispevek k nastanku finančne krize bonitetne agencije, ki imajo sedež prav tu in od koder so širile svoj vpliv v ostale dele sveta.

2.3.1. Ureditev bonitetnih agencij v Združenih državah - NRSRO regulacija

2.3.1.1. Zgodovinski pogled

Termin NRSRO je bil prvotno sprejet za določanje kapitalskih zahtev za različne razrede dolžniških vrednostnih papirjev v skladu s pravilom neto kapitala ("Net Kapital Rule"), ki ga je zahteval zakon iz leta 1934. To pravilo je od borznih posrednikov zahtevalo, da morajo, ko izračunavajo neto kapital, odbiti od njihovih neto vrednosti določene odstotke na tržno vrednost (ang. haircuts) njihovih lastniških vrednostnih papirjev. Primarni namen odbitkov je zagotoviti določeno stopnjo varnosti pred izgubami, ki bi jih lahko imeli posredniki zaradi tržnih nihanj cen ali zaradi pomanjkanja njihove likvidnosti. Komisija je menila, da je primerno, če določi manjše odbitke za vrednostne papirje, ki so imeli oceno netvegane stopnje, ki jo je podelila nacionalno priznana rating agencija. Tak vrednostni papir je bil bolj likviden in varen kot tisti vrednostni papirji, ki niso bili tako visoko ocenjeni. Ocena je morala biti pridobljena s strani agencije, ki ji je SEC podelil status nacionalno priznane agencije (nationally recognized), da bi bila s tem zagotovljena verodostojnost ocene.

Ob vzpostavitvi sistema NRSRO je agencija pridobila status NRSRO agencije z "Non Action Letter", pismom, ki ga je podelil SEC, na podlagi pregleda dejavnosti agencije, organizacijske strukture, položaja na trgu in drugih kriterijev. Če je določena rating agencija, banka ali borzni posrednik želel uporabiti ocene določene rating agencije v regulativne namene, je moralo osebje SEC-a opraviti analizo trga, da je ugotovilo, če

so ocene te agencije v uporabi in če jih lahko imajo za verodostojne in kredibilne. Če je v konkretnem primeru to bilo ugotovljeno, je SEC poslal sporočilo agenciji, da če bo regulacija določene entitete temeljila na ocenah agencije, osebje SEC-a ne bo predlagalo izvršilnih ukrepov zoper to entiteto in tudi ne bo sprožilo postopkov zoper posrednike, ki se bodo zanesli na oceno agencije, ki je pridobila Non Action Letter. Ti dokumenti so bili javno objavljeni in nanje so se lahko zanesli tudi drugi zakonsko regulirani subjekti.

Pogoji, ki jih je morala izpolnjevati agencija za pridobitev statusa nacionalno priznane rating agencije:

Najpomembnejši kriterij je splošna sprejetost agencije v Združenih državah Amerike s strani prevladujočih uporabnikov rating ocen kot izdajatelja kredibilnih in verodostojnih ratingov.

SEC pregleda operativne zmogljivosti in zanesljivost rating agencije in preveri:

1. organizacijsko strukturo agencije;
2. finančne vire agencije (za ugotovitev, če agencija lahko deluje neodvisno od ekonomskih pritiskov s strani tistih, ki jim ocene podeljuje);
3. število zaposlenih, izkušnje analitikov (za ugotovitev, če je agencija sposobna popolno in kompetentno podeliti oceno);
4. neodvisnost agencije od tistega, ki mu podeljujejo oceno;
5. postopek in metodologijo podelitve ocene;
6. ali ima agencija notranje postopke in pravila, ki zagotavljajo, da ne bo prišlo do zlorabe nejavnih informacij in ki bodo znižali konflikt interesov na najnižjo stopnjo.

»Non Action Letter« je zahteval od agencije notifikacijo sprememb, ki bi lahko vplivale na njeno nadaljnjo dejavnost ali ki vplivajo na katerega od zgoraj omenjenih kriterijev. Toda nobena agencija še nikoli ni posredovala komisiji takih podatkov.

Zaradi kritik, da je ta pristop SEC-a preveč nejasen in netransparenten in daje SEC-u premalo nadzora nad NRSRO agencijami, je Kongres leta 2006 sprejel »Credit Agency Reform Act«. Ta zakon je postavil SEC-u zahtevo za postavitev smernic, ki bodo točno določale, katere rating agencije se lahko kvalificirajo kot NRSRO agencije. Zakon je dal SEC-u tudi moč reguliranja internih procesov agencij v povezavi s shranjevanjem dokumentacije in v zvezi s konfliktom interesov, ki se pojavlja med naročniki in agencijo. Od sedaj odloča o imenovanju NRSRO glasovanje komisije in ne več osebje SEC-a. »Reform Act« tudi izrecno prepoveduje SEC-u regulacijo metodologije in tehnik, ki jih uporabljajo agencije. Največji premik pa je možnost vsake agencije s kredibilno bazo strank za registracijo kot NRSRO agencija.

»Credit Agency Reform Act« je uvedel sistem registracije, ki omogoča vsaki bonitetni agenciji, ki najmanj tri leta že opravlja dejavnost ocenjevanja kreditnega tveganja, da vloži zahtevo za priznanje kot NRSRO agencija. Kandidati morajo za uradno registracijo predložiti statistične podatke o uspešnosti podeljevanja ocen za kratkoročno, srednjeročno in dolgoročno obdobje. Dokazati morajo svojo sprejetost na trgu s predložitvijo seznama plačil strank in izjave teh strank o kakovosti.

Ta pristop je veliko bolj jasen od prejšnjega sistema nacionalnega priznavanja, vendar pa še vedno obstaja možnost nadzora nad tem, kdo vstopi na trg, saj SEC registracijo lahko zavrne, če prosilec nima zadostnih finančnih in vodstvenih virov. Obstajajo tudi številne dodatne zahteve, ki pa ne predstavljajo znatnih omejitev, saj so večinoma usmerjene na področje preglednosti glede navzkrižja interesov. Novi zakon se je skušal izogniti zahtevi kakršnega koli posebnega poslovnega modela, ki mora biti podlaga za oceno, tako da lahko agencija uporablja bodisi kvantitativni ali kvalitativni model ali oba, in da je agencija lahko plačana s strani izdajateljev, vlagateljev ali drugih udeležencev na trgu. Komisija v roku 90 dni odloči o odobritvi registracije kot NRSRO agencije.

2.3.1.2. Spremembe v ureditvi po nastanku finančne krize

SEC je konec leta 2008 sprejel nova pravila glede delovanja bonitetnih agencij, ki naj bi spodbudila hitrejši doseganje ciljev določenih v »Credit Agency Reform Act« iz leta 2006. Ti cilji so:

- (i) izboljšanje kakovosti ocen,
- (ii) povečanje varnosti investorjev,
- (iii) pospeševanje transparentnosti, konkurenčnosti in
- (iiii) povečanje odgovornosti agencij za svoje delo.

Namen novih pravil je tudi zmanjšanje uporabe ratingov v regulatorne namene ter uporabe ocen v vladnih predpisih. Ena od pomembnih pomanjkljivosti bonitetnega procesa je bila, da se je bonitetna agencija pogosto zanašala na druge, ko je preverjala kakovost premoženja za zavarovanje terjatev v strukturiranih finančnih instrumentih ter s tem povzročila, da so bonitetne ocene postale občutljive na netočne podatke. Sistem registracije uvaja nadzor SEC-a nad agencijami (npr. zahteva po razkritju informacij, povečana odgovornost agencij).

Pravila so namenjena krepitvi zaščite vlagateljev v industrijo, ki je bistvena za ustvarjanje kapitala. Pomemben cilj teh pravil je, da se ustvari bolj konkurenčno, transparentno okolje, v katerem ima veliko podjetij možnost zadovoljiti povpraševanje vlagateljev in izdajateljev. Predsednik SEC-a Christopher Cox trdi, da od sprejema »Reform Acta« obstaja večja konkurenca kot kdaj koli prej. Kar deset bonitetnih agencij je bilo registriranih pri komisiji od sprejema zakona, kar predstavlja 43 % povečanje števila nacionalno priznanih statističnih rating organizacij. Ta konkurenca naj bi vzpodbudila visoko kakovost ocen in zagotovila nadzor nad delovanjem agencij. Pravila so namenjena spodbujanju večje preglednosti metodologij ocenjevanja. Nova pravila prepovedujejo bonitetnim agencijam ukvarjanje s posebnimi dejavnostmi, ki ustvarjajo konflikt interesov. Pravila tudi izboljšujejo vodenje evidenc bonitetne agencije ter obveznosti poročanja, kar komisiji pomaga pri opravljanju svojih regulativnih nalog in nadzoru, kakor ga zahteva »Reform Act«.

V predlogu zakona junija 2008, z namenom povečanja konkurence med NRSRO agencijami pri ocenjevanju strukturiranih finančnih instrumentov, je bilo predlagano, da bi morale agencije novim akterjem na trgu podeljevanja ratingov razkriti vse informacije, ki so potrebne za določanje bonitetnih ocen za te proizvode. Po ponovnem predlogu, ki je temeljil na prejetih pripombah, naj bi naročnik ocene pri eni NRSRO agenciji moral zagotoviti te podatke tudi ostalim NRSRO agencijam, kar bi dalo tudi njim možnost oceniti proizvod. V skladu s prvotnim predlogom junija 2008 nova pravila sedaj zahtevajo javno razkritje podatkov, ki se uporabljajo v računalniških modelih agencij²⁶.

Komisija razmišlja tudi o predlogu tehnične spremembe, s katerim bi se omogočilo razkritje nejavnih informacijah, ki jih ima NRSRO agencija, ne glede na to ali bodo bonitetne ocene javno dostopne²⁷.

Ukrepi za zmanjšanje konflikta interesov:

- ocenjevalci ne smejo prejemati daril, ki presegajo vrednost 25 \$;
- razkritje vseh podatkov o znižanju ali zvišanju ocene;
- razkritje postopka podelitve določene ocene.

2.3.1.3. Pomanjkljivosti NRSRO sistema

Prikazane so ključne napake take pravne ureditve in predlogi izboljšav, vse to v luči sedanje finančne krize, ki je večini teh pomanjkljivosti pritrdila in opozorila, da so spremembe nujno potrebne.

²⁶ <http://www.sec.gov/rules/final/2009/34-59342.pdf>.

²⁷ Speech by SEC Chairman: Statement at Open Meeting Credit Rating Agency Reforms, www.sec.gov/news/speech/2008/spch120308cc.htm.

2.3.1.3.1. Pomanjkanje konkurence

Zahteva, da mora biti agencija nacionalno priznana, predstavlja vstopno oviro za ostale agencije na trgu; ker je NRSRO termin, ki je vključen v mnogo zakonov, pomeni, da je to spodbuda že s strani zakonodajalca, da naj se uporabljajo le ocene NRSRO agencij.

2.3.1.3.2. Kriteriji, ki jih mora agencija izpolnjevati in nezadostnost nadzora nad izpolnjevanjem teh kriterijev

Ko agencija enkrat pridobi status NRSRO, ga pridobi "trajno", saj nikjer ni določeno, da mora SEC sproti spremljati izpolnjevanje teh kriterijev. Agencija sama ima dolžnost sporočiti komisiji morebitne spremembe, ki bi lahko vplivale na nezmožnost izvajanja nadaljnje ocenjevalne dejavnosti. Toda agencija je organizacija, ki nima stalnega značaja, se konstantno spreminja, spreminja način poslovanja, vire dohodka, postopke, politiko delovanja. Kar pomeni, da bi morale biti pod stalnim nadzorom. Nerealno bi bilo pričakovati, da bodo agencije same sporočile svojo nekompetentnost, saj je finančna izguba ob izgubi NRSRO statusa zanje prevelika. Rešitev bi lahko bila v periodičnem strogem nadzoru in kontroli nad dejavnostjo agencije ter v spremljanju skladnosti kriterijev, ki so bili potrebni ob sami podelitvi tako imenovane "regulatorne licence". Komisija bi morala bolj pogosto pregledovati agencije, saj sedaj zakon (Advisers Act) določa tak pregled vsakih 5 let. To pa je enako kot za najmanjše finančne svetovalne institucije, ki so pod jurisdikcijo komisije.

2.3.1.3.3 Netransparentnost postopka priznavanja NRSRO agencije in pomanjkanje transparentnosti v dejavnosti agencij

Ker se veliko investorjev in regulatornih teles zanaša na ocene NRSRO agencij, bi morali biti njihovi notranji postopki bolj transparentni in morale bi zagotoviti razkritje več vrst informacij, pojasniti in predstaviti procese in politiko reševanja konflikta interesov med njimi in investorji in med njimi in regulatorji, ki se zanesejo na ocene agencije. Periodično bi morale tudi zagotavljati informacije, na podlagi katerih bi investorji in regulatorni organi ocenili, če ima agencija še vedno ustrezno nacionalno

prepoznavo, osebje, vire informacij, organizacijsko strukturo, notranje postopke delovanja. Agencija bi morala razkriti metodologijo, ki jo uporablja za ocenjevanje različnih vrst finančnih instrumentov ali izdajateljev.

Komisija bi lahko ustvarila postopek, ki bi širši javnosti dal možnost podajanja ocene in mnenj k delu agencij in izpolnjevanju pogojev. Investitorji bi morali imeti možnost evalvacije metodologij in standardov, ki jih agencije uporabljajo.

2.3.1.3.4. Konflikt interesov

Kot registrirani investicijski svetovalci imajo NRSRO agencije pravno dolžnost izogibanja konfliktu interesov ali pa ga v celoti razkriti naročniku. Agencije zatrjujejo, da so vnesle v sistem delovanja politike in postopke, ki zagotavljajo neodvisnost in objektivnost procesa ocenjevanja. Kot primer navajajo dolžnost, da o oceni odloča odbor ocenjevalcev, uvedba naložbenih omejitev, fiksna cena. Trdijo tudi, da je cena za podelitev ocene določena na podlagi zaslužnega, merit - sistema, to je sistema pa zaslugah, oziroma temelji na prikazani in dokazani zanesljivosti podeljenih ocen in ni odvisna od višine nadomestil, ki jih plačujejo agenciji izdajatelji. Trdijo tudi, da je ugled za agencijo ključnega pomena in si ga zato ne bi dovolila ogroziti s tem, da bi določenim naročnikom znižala ceno za storitev.

Večji problem v konfliktu interesov pa predstavlja svetovalna dejavnost agencij. Agencije so tiste, ki dajejo nasvete tistim, ki jih kasneje ocenjujejo ali čigar instrumente ocenjujejo.

Možnost za zmanjšanje konflikta interesov (glede na NRSRO ureditev) je sprememba pogojev za pridobitve statusa NRSRO agencije

Pridobitev naziva NRSRO bi lahko temeljila na:

- kriteriju, ki bi zahteval razvoj in implementacijo postopkov, ki bi zmanjšali vpliv izdajatelja finančnega inštrumenta na agencijo in podeljeno oceno: prepoved sodelovanja zaposlenim v agenciji (ocenjevalcem) pri iskanju novih naročnikov in pri pogajanjih o ceni;

- kriteriju, ki bi zahteval razvoj in implementacijo postopkov, ki bi zmanjšali vpliv naročnika na agencijo in oceno: omejevanje zasebnih stikov med naročnikom in zaposlenimi v agenciji, preprečevanje razkritja zaupnih informacij in informacij povezanih s prihodnjo spremembo ocene;
- kriteriju, ki bi zahteval razvoj in implementacijo postopkov za obravnavanje vprašanj, ki se tičejo pomožnih dejavnosti agencije, ki bi morale biti urejene z zakonodajo; vzpostavitev striktnih meja med dejavnostjo podeljevanja ocen in njihovimi dodatnimi poslovnimi dejavnostmi ter prepoved, da bi na plače zaposlenih v agenciji vplival dohodek od pomožnih dejavnosti (npr. svetovanje), ki jih opravljajo;
- kriteriju, ki bi zahteval, da ima agencija določeno minimalno količino finančnih sredstev (npr. neto sredstva v določeni višini ali letni bruto prihodek v določeni višini), kar bi zmanjšalo odvisnost agencije od izdajateljev ali naročnikov;
- kriteriju, ki bi zahteval, da agencija iz enega vira ne sme dobiti več kot določen odstotek vsega svojega prihodka, kar bi pripomoglo k zmanjšanju ekonomskega pritiska in posledično zmanjšanju odvisnosti agencije od te stranke.

2.3.2. Pravna ureditev v Evropski uniji

Po škandalu Enron se je vprašanje bonitetnih agencij vse bolj pogosto pojavljalo tudi na dnevnih redih evropskih institucij in na neformalnem srečanju ekonomsko-finančnega sveta v Oviedu leta 1997 se je komisija zavezala, da bo analizirala področje bonitetnih agencij. V začetku leta 2004 je Evropski parlament sprejel resolucijo o bonitetnih agencijah²⁸ in pozval evropsko komisijo, naj oceni potrebo po sprejetju zakonodajnih ukrepov.

Julija 2004 je komisija zaprosila Odbor evropskih regulativnih organov s področja vrednostnih papirjev (CESR), naj ji pripravi tehnično analizo in nasvete za oceno potrebe po sprejetju evropske zakonodaje ali drugih rešitev. CESR je komisiji svetoval marca 2005²⁹. Medtem so bili v sklopu komisijskega Akcijskega načrta za finančne storitve (FSAP) sprejeti številni ključni zakonodajni ukrepi EU, ki imajo pomembne posledice za bonitetne agencije. Poleg tega je decembra 2004 Mednarodno združenje nadzornikov trga vrednostnih papirjev (IOSCO) objavilo Kodeks osnovnih načel ravnanja za bonitetne agencije (*Code of Conduct Fundamentals for credit rating agencies* - Kodeks IOSCO).

Komisija je dobila tehnični priporočilo s strani CESR-ja marca 2005, ki je rezultat šestmesečnih pogajanj (CESR 2005). Evropska komisija je decembra 2005 razglasila, da zaenkrat ne bo uvedla ali predlagala nobenih zakonodajnih predlogov v zvezi z bonitetnimi agencijami in da bo ureditev temeljila na obstoječih direktivah o finančnih storitvah in samoregulaciji v skladu s kodeksom ravnanja IOSCO.

Odbor evropskih regulatorjev trga vrednostnih papirjev (CESR) je na pobudo evropske komisije pripravil tehnično priporočilo (Technical Advice)³⁰, ki priporoča

28 Resolucija Evropskega parlamenta o vlogi in metodah bonitetnih agencij (2003/2081(INI)).

29 Tehnično svetovanje CESR evropski komisiji o možnih ukrepih na področju bonitetnih agencij, CESR/05/139b, marec 2005, na voljo na: <http://www.cesr-eu.org>.

30 CESR's Technical Advice to the European Commission on Possible Measures Concerning Credit Rating Agencies, CESR 05-139b.

nezakonodajno rešitev, torej samoregulacijo bonitetnih agencij in sprejem individualnih kodeksov obnašanja, ki bi temeljili na IOSCO kodeksu.

V juniju 2004 je baselski komite za bančni nadzor pri Banki za mednarodne poravnave (Bank For International Settlement - BIS) izdal končno verzijo kapitalskega sporazuma, imenovano baselski kapitalski sporazum (Basel II Capital Accord), ki vpeljuje bonitetne ocene na področje kapitalske ustreznosti in določa, da se banke lahko oprejo na ratinge bonitetnih agencij za oceno kreditnega tveganja nasprotne stranke in za izračun svojih kapitalskih zahtev. Odziv regulatorjev na pomanjkljivosti agencij in njihove strukturne disfunkcije na eni strani ter na vse večje zaupanje bančnega sektorja v kreditne ocene na drugi (Basel II) se zdi kontradiktorno.

Evropski parlament je bil prvo zakonodajno telo, ki je sprejelo Basel II v svojo Direktivo o kapitalskih zahtevah (Capital Requirements Directive - CRD) leta 2005. Za bonitetne agencije so pomembne tri direktive v komisijskem Akcijskem načrtu za finančne storitve FSAP.

Najpomembnejša je Direktiva o zlorabi trga („MAD“), ki skupaj z izvedbeno uredbo in izvedbenimi direktivami³¹ obravnava vprašanje trgovanja z notranjimi informacijami in tržno manipulacijo (zlorabo trga), da bi zagotovila integriteto finančnih trgov in povečala zaupanje vlagateljev v navedene trge. Trgovanje z notranjimi informacijami in tržna manipulacija preprečujeta popolno preglednost trga, ki je pomembna za trgovanje za vse gospodarske udeležence na integriranih finančnih trgih.

Na področju navzkrižja interesov, poštene predstavitve investicijskih priporočil in dostopa do notranjih informacij določbe Direktiv o zlorabi trga predstavljajo celovit pravni okvir za bonitetne agencije, hkrati pa priznavajo njihovo posebno vlogo ter razlike med bonitetnimi ocenami in investicijskimi priporočili.

31 Direktiva 2003/6/ES z dne 28.1.2003 (UL 2003 L 96/16); Direktiva Komisije 2003/124/ES z dne 22.12.2003 (UL 2003 L 339/70); Direktiva Komisije 2003/125/ES z dne 22.12.2003 (UL 2003 L 339/73); Direktiva Komisije 2004/72/ES z dne 29.4.2004 (UL 2003 L 162/70) in Uredba Komisije (ES) št. 2273/2003 z dne 22.12.2003 (UL 2003 L 336/33).

Druga direktiva, ki je pomembna za bonitetne agencije, je Direktiva o kapitalskih zahtevah (CRD), ki predstavlja nov okvir kapitalskih zahtev za banke in investicijske družbe. CRD temelji na novem mednarodnem okviru kapitalskih zahtev, ki ga je leta 2004 določil baselski odbor za bančni nadzor (Basel II). Predvidena je uporaba zunanjih bonitetnih ocen za določanje uteži tveganja in iz tega izhajajočih kapitalskih zahtev, ki se uporabljajo pri izpostavljenosti banke ali investicijskega podjetja. Zunanja bonitetna ocena se lahko v ta namen uporabi samo, če zunanjo bonitetno institucijo (ECAI – External Credit Assessment Institution), ki je izdelala oceno tveganja, priznavajo pristojni organi. V delu 2. Priloge VI. Direktive o kapitalskih zahtevah je opisan mehanizem za priznavanje. Pristojni nacionalni organi lahko ECAI priznajo samo, če ta izpolnjuje zahteve, kot so objektivnost, neodvisnost, nenehno preverjanje, verodostojnost in preglednost. Odbor evropskih bančnih nadzornikov (CEBS – Committee of European Banking Supervisors) je za spodbujanje konvergence izdal Smernice za priznavanje ECAI³².

Še tretja direktiva, ki posega na področje bonitetnih agencij pa je Direktiva o trgih finančnih instrumentov („MiFID“)³³. MiFID in njeni prihodnji izvedbeni ukrepi se ne uporabljajo za bonitetni proces bonitetnih agencij v primerih, ko bonitetni proces sam po sebi ne vključuje podjetja, ki opravlja investicijske storitve in dejavnosti, kakor so opredeljene v MiFID.

Zakonodaja EU se uporablja samo za bonitetne agencije, ki poslujejo v EU. Za kodeks pa se pričakuje, da ga bodo uporabljale bonitetne agencije v vseh jurisdikcijah, kjer poslujejo. Kodeks vsebinsko dopolnjuje zakonodajo EU. Direktive so pravno zavezujoče, kodeks pa deluje na osnovi „spoštuj pravila ali pojasni svoje ravnanje“, kar pomeni, da se pričakuje, da bodo bonitetne agencije vključile vse določbe Kodeksa IOSCO v svoje lastne notranje kodekse ravnanja. Če se odločijo, da tega ne bodo storile, morajo razložiti, na kakšen način njihov kodeks vseeno uresničuje določbe Kodeksa IOSCO.

32 Guidelines on the recognition of External Credit Assessment Institutions z dne 20. januarja 2006 (GL07), <http://www.c-ebs.org/formupload/41/413b2513-5084-4293-a386-16385b80411d.pdf>.

33 Direktiva 2004/39/ES z dne 21.4.2004 (UL 2004 L 145/1).

Tabela 3: Primerjava ureditve agencij v ameriškem in evropskem prostoru

	EU	ZDA
Uporaba ratingov v pravni ureditvi	Uporaba v regulaciji bank (Basel II); Uporaba v pravnih redih nekaterih članic	Pravna ureditev, ki temelji na ocenah bonitetnih agencij (NRSRO)
Konkurenčnost	Nevtralni položaj	Prevladujoč položaj »velikih treh« agencij
Nacionalno priznavanje	Postopek imenovanja	Registracijski postopek
Civilna odgovornost	V večini držav zaščitene pred civilno odgovornostjo	Zaščitene s Prvim amandmajem, težnja k rasti civilne odgovornosti
Metoda implementacije	Samoregulacija (uredba prinaša spremembe)	Neposredni nadzor SEC-a

Vir: Dittrich Fabian, 2007, str. 138.

Tabela 4: Priporočila in predlogi izboljšav v pravni ureditvi agencij

	Priporočila
Uporaba ocen v pravni ureditvi	Ureditev, ki temelji na bonitetnih ocenah, prinaša določene koristi, tržna ocena tveganj ni zadostna.
Konkurenca	Povečanje konkurence
Nacionalno priznavanje	Sistem registracije, ki temelji na kakovosti
Civilna odgovornost	Omejena civilna odgovornost
Implementacija	Samoregulacija

Vir: Dittrich Fabian, 2007, str. 148.

Tabela prikazuje, kaj bi bilo potrebno spremeniti v obstoječem sistemu ocenjevalnih agencij. Ker bi bilo najsmotnejše vzpostaviti enotno ureditev bonitetnih agencij po vsem svetu, so predlogi globalni.

2.3.3. Kodeks IOSCO

International Organization of Securities Commissions (IOSCO)³⁴ je eden izmed nadzornikov trga vrednostnih papirjev, ki je leta 2003 pripravil poročilo o delovanju kreditnih agencij (Report on the Activities of Credit Ratings Agencies)³⁵, ker je menil, da so agencije pomemben akter na trgu vrednostnih papirjev, glede na to, da uživajo zaupanje udeležencev trga in regulatorjev trga. Temu je sledila izdaja Načel v zvezi z dejavnostmi bonitetnih agencij (Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies)³⁶ in leta 2004 še Kodeks osnovnih načel ravnanja za bonitetne agencije (Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies - IOSCO Code)³⁷.

Večina agencij po svetu, vključno s tremi velikimi agencijami, je implementirala Kodeks v svoje lastne kodekse, pogosto kar dobesedno. To kaže, da kodeks predstavlja koristno zbirko standardov za samourejanje.

Kodeks IOSCO se osredotoča na "upravljanje družb", torej pravila, ki:

- (i) zagotavljajo kakovost in integriteto bonitetnega procesa,
- (ii) zagotavljajo neodvisnost in preprečujejo nasprotja interesov,
- (iii) prevzamejo odgovornost napram udeležencem na trgu z večjo transparentnostjo metodologij, preglednostjo in ustreznim ravnanjem z zaupnimi informacijami.

Kodeks³⁸ priporoča agencijam, da sprejmejo ta pravila kot del njihovih avtonomnih

³⁴ IOSCO je mednarodno združenje nadzornikov trga vrednostnih papirjev, ustanovljeno leta 1983, s sedežem v Madridu. Osnovni cilji članov te organizacije so:

-medsebojno sodelovanje pri utrjevanju visokih standardov regulacije z namenom doseganja pravičnih, učinkovitih in zakonitih trgov vrednostnih papirjev;

-izmenjava informacij o izkušnjah posameznih nadzornikov, z namenom pospeševanja razvoja domačih trgov;

-poenotenje delovanja članic z namenom uveljavitve standardov in učinkovitega nadzora nad mednarodnimi transakcijami z vrednostnimi papirji;

-omogočanje dostopa do medsebojne pomoči pri utrjevanju integritete trgov z doslednim uveljavljanjem standardov in učinkovitega ukrepanja v primeru kršitev.

Agencija je redna članica organizacije od leta 1996 dalje, obenem pa je članica tudi dveh odborov v okviru IOSCO, in sicer European Regional Committee in Emerging Markets Committee <http://www.a-tvp.si/content.asp?idm=20>.

³⁵ <http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD153.pdf>.

³⁶ Načela IOSCO v zvezi z dejavnostmi bonitetnih agencij, na voljo na spletni strani www.iosco.org/IOSCOPD151.

³⁷ <http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>.

³⁸ Code of conduct fundamentals for CRAs (Kodeks osnovnih načel ravnanja za bonitetne agencije).

(različica, popravljena maja 2008) <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf>.

kodeksov ali pa za ustrezno implementacijo le-teh poskrbijo nacionalni regulatorji (IOSCO Code str. 2).

Samourejanje na podlagi prostovoljnega upoštevanja Kodeksa IOSCO ne ponuja ustrezne in zanesljive rešitve za strukturne pomanjkljivosti dejavnosti. Čeprav je bilo v panogi oblikovanih že več načrtov za samourejanje, večina teh ni bila dovolj zanesljiva in/ali stroga za odpravo resnih težav in povrnitev zaupanja v trge.

Kodeks vsebuje nekatere omejitve, ki jih je treba odpraviti, da bi lahko njegova pravila delovala v celoti. Nekatera pravila IOSCO so precej abstraktna in splošna; treba jih je konkretizirati in v nekaterih primerih prečistiti, da bi bila učinkovitejša in bi se jih v praksi lažje uporabljalo. Kar je najpomembnejše, kodeks ne vsebuje mehanizma za njegovo izvrševanje, temveč so v njem agencije samo pozvane, naj navedejo razloge, če ga ne upoštevajo (pristop „upoštevaj ali pojasni“). Sam kodeks je mogoče dopolnjevati z izvršilnimi pravili. V njem je izrecno navedeno, da morajo bonitetne agencije spoštovati zakone in predpise pravnega reda, v katerem opravljajo dejavnost, in da lahko ti zakoni vključujejo neposredno ureditev bonitetnih agencij, ki lahko vsebuje elemente kodeksa.

III. DEL: OCENJEVALNE AGENCIJE IN FINANČNA KRIZA

3.1. Rating in finančna kriza

Trenutna finančna kriza je rezultat kombinacije mnogih dejavnikov: globalnih, monetarnih razmer post dotcom balona, gospodarskega okrevanja ZDA, temelječega na globalno financirani hitri rasti trga nepremičnin, šibkem regulatornem okviru finančnega sektorja in strukturi spodbud v industrijskem sektorju, ki so se združili v eni točki in od koder se je začelo naglo poglobljanje te točke, ki prehaja tudi v realni sektor (Štiblar, 2009, str 25).

Začetek finančne krize lahko datiramo julija 2007, ko je razmak med trimesečno Treasury bill rate (obrestna mera brez tveganja na dolarska sredstva) in LIBOR-jem³⁹ skokovito narasel. Zaradi tega so finančne institucije podražile sredstva za medsebojno izposajo, kar je posledica dejstva, da so vrednostni papirji, ki so bili izdani na podlagi poslovnih, potrošniških in hipotekarnih posojil, v veliki meri ponovno vrednoteni in predstavljajo večja tveganja, kot se je prvotno domnevalo. Trg hipotekarnih posojil je bil stabilen tako dolgo, dokler so bile obrestne mere nizke in se je odobravalo dodatna hipotekarna posojila, ki so napajala cene nepremičnin (Kregel, 2008, str. 18).

Vse večje izgube na sekundarnem hipotekarnem trgu so povzročile dvome o tveganjih na tem trgu. Premija za prevzeto tveganje se je začela povečevati, hkrati pa je prišlo do padca cen tveganih sredstev. Finančne institucije so morale odpisati vrednost svojih sredstev, kar je posledično vodilo do zmanjšanja financiranja drugih bank. Obrestne mere za medsebojno posojanje med finančnimi institucijami so začele rasti in tako so banke, z namenom pridobivanja denarja od drugih virov, začele prodajati

39 LIBOR = London Interbank Offered Rate - določa ga British Bankers Association na podlagi pregleda obrestnih mer, ki jih večje finančne institucije zaračunavajo svojim preferenčnim strankam, kot merilo je uporabljen v ZDA, Kanadi, Švici in Združenem kraljestvu.

svoja sredstva iz bilanc po nižjih cenah, kar je vodilo v dodatne izgube (Baily E., 2008, str. 50–51).

Začetek krize lahko alociramo na trg drugorazrednih hipotekarnih kreditov v ZDA, ki pa se je zaradi visoke medsebojne povezanosti mednarodnih finančnih trgov razširila v svetovno finančno krizo.

Tudi finančni trg sam je ugotovil, da so bonitetne agencije bistveno prispevale k nedavnim tržnim pretresom s podcenjevanjem kreditnega tveganja subprime RMBS in drugih strukturiranih produktov, predvsem ABS in CDO. Bonitetne agencije so zavestno izdajale napačne in previsoke ratinge vrednostnim papirjem, podprtimi s problematično visokimi stroški posojila in ustvarili finančne nočne more za milijone družin po vseh Združenih državah, katerih stanovanja so bila izgubljena do zaprtja ali pa so sedaj v nevarnosti omejevanja dostopa do stanovanj. Zaradi vsesplošnega zanašanja vlagateljev na bonitetne ocene so le-ti ob zniževanju bonitetnih ocen določenih produktov izgubili zaupanje v bonitetne ocene zapletenih strukturiranih produktov. Ker se niso več želeli zanašati na storitve bonitetnih agencij, sami pa niso bili sposobni narediti lastne kreditne analize, so se umaknili iz trga strukturiranih produktov. S krčenjem tega trga se je pokazal pomemben likvidnostni pritisk na večje ameriške in evropske finančne institucije (Policy Statement on Financial Market Developments, 2008, str. 8–9).

Vlagatelji so namesto v strukturirane produkte začeli vlagati samo v državne obveznice, kar je znižalo njihovo donosnost, sprožil se je t. i. »beg h kakovosti« (Crouhy & Turnbull, 2008, str. 18). Primarni in sekundarni finančni trgi so postajali vse manj likvidni, povečala se je nenaklonjenost k tveganju, tržna dvomljivost, porajati so se začela vprašanja o kakovosti strukturiranih produktov, o negotovosti makroekonomskih napovedi, kar je vse skupaj pripeljalo do trenutnega stanja na globalnem trgu.

3.2. Ocenjevalne agencije in finančne krize v preteklosti

Mehiške in azijske finančne krize v devetdesetih letih ni spremljala reakcija agencij glede sprememb ocen držav prejemnic kapitala. Njihova vloga zagotavljanja informacij investitorjem in opozarjanje na potencialne nevarnosti se je medlo izrazila le v naknadnih korekcijah bonitet držav. S svojimi spremembami ocene držav, po samem izbruhu finančnih kriz, so dejansko delovale prociklično, saj so spodbujale pritoke kapitala vse do zadnjega trenutka, nato pa so z znižanjem ocen še prispevale k že tako paničnemu begu tujih kreditorjev in investitorjev iz držav (Mrak, 2002, str. 325).

Pomemben škandal, ki ga ne smemo prezreti in ki je vplival na nadaljnji razvoj agencij in je narekoval potrebo po spremembi njihove regulacije in vse večjega zavedanja finančne javnosti o napakah pri njihovem delovanju, dogodek, ki je vnesel dvom v verodostojnost ocenjevalnih agencij, je primer energetskega giganta Enron. Dolg podjetja Enron je bil še štiri dni pred njegovim stečajem ocenjen kot "investment grade"⁴⁰ s strani večine ocenjevalnih agencij. Agencije so nepravčasno reagirale na hude finančne probleme energetskega giganta; na trgu se je z obveznicami Enrona že nekaj časa trgovalo po cenah na ravni "junk-bonds" (obveznice z visokim tveganjem), s čimer so investitorji izrazili svoje nezaupanje pri naložbah v njihove dolžniške papirje. Obveznice družbe Enron pa so še vedno imele oceno AAA za najnižje tveganje naložb. Agencije niso pravočasno vključile v bonitetno oceno družbe Enron tekočega dogajanja na finančnem trgu, saj so ocenjevale varnost naložb dolgoročno. Po znižanju ocene v skupino tveganih naložb (non investment grade) je sledil stečaj družbe.

Po tem dogodku se je investicijska in druga javnost prebudila, regulacijska telesa kapitalskih trgov v ZDA so zahtevala pojasnila od SEC-a in ukrepe, ki bi bili namenjeni izboljšanju delovanja obstoječih NRSRO agencij in uvedbo novih kriterijev za ocenjevanje kreditnega tveganja.

⁴⁰ Investment grade je ocena tveganja, s katero ocenjevalne agencije izrazijo svoje ugotovitve glede tveganja naložbe/dolga oz. plačilne sposobnosti izdajatelja in pomeni oceno netvegane stopnje.

3.3. Temeljna vprašanja v zvezi z bonitetnimi agencijami v povezavi s finančno krizo

Bonitetne agencije so v aktualni finančni krizi nenehno subjekt kritik zaradi vloge, ki so jo odigrale pri njenem nastanku in razvoju. Le mesec dni pred propadom enajstih velikih finančnih institucij so t. i. »veliki trije« (Fitch Ratings, Moody's Investor Service in Standard's and Poors's Rating Services) dali tem institucijam visoko bonitetno oceno, ena od teh je tudi banka Lehman Brothers, ki je imela oceno A in je čez mesec dni propadla. Junija 2008 je SEC v poročilu objavil, da so raziskave v treh največjih bonitetnih agencijah razkrile resne pomanjkljivosti tako metodologij kot procesov postopka ocenjevanja.

Dovolj pomenljiva je izjava analitika v bonitetni agenciji, ki je dejal, da posel, ki mu podelijo oceno, ne zajema niti polovice tveganja, ki ga ta posel ali inštrument dejansko nosi, in da bi ga ocenili, četudi bi bile krave tiste, ki so ga sestavile ali izdale⁴¹. Dobički agencij so bili vse večji, čeprav so bile ocene vse bolj nezanesljive. To je posledica dejstva, da so ocene vpletene v zakone in pravila delovanja na finančnih trgih in da niso odgovorne za pravilnost podeljene ocene. Z redkimi izjemami rating agencije niso utpele škode zaradi sodnih postopkov, tudi če so bile malomarne ali nepremišljene pri izdaji preveč optimističnih ocen. Do neke mere imajo v ZDA rating agencije uspeh v izogibanju odgovornosti zaradi zakonodaje, saj je izrecno z zakonom določeno izvzetje odgovornosti v Securites Act-u (oddelek 11) iz leta 1933 in se ocene po Prvem amandmaju obravnavajo kot mnenja in zato se ne zahteva točnosti.

41 Summary Report of Issues in the Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies, Julij 2008; Dostopno na: <http://www.sec.gov/news/studies/2008/examination070808.pdf>, str. 12.

3.3.1. Učinkovitost in prispevek agencij

Ali agencije priskrbijo finančnemu trgu kakšne dodatne informacije, ki so udeležencem na tem trgu v pomoč pri obnašanju in delovanju? Pri višje ocenjenih inštrumentih pride manj pogosto do neplačila kot pri nižje ocenjenih. Toda to nam še ne da odgovora na zgornje vprašanje. Ocena kreditne sposobnosti je preprosto le odsev rezultatov na finančnem trgu (npr. stopnja deležev v različnih družbah v primerjavi s primerljivimi vrednostnimi papirji državne blagajne).

Bolje nam odgovori na vprašanje o učinkovitosti agencij ugotovitev, ali sprememba ocene kreditne sposobnosti povzroči bistveno spremembo širjenja finančnega trga (npr. sprememba ocene kreditne sposobnosti posreduje nove informacije za finančne trge) ali pa finančni trgi ostajajo nespremenjeni (kar pomeni, da tržišča že "vedo" za spremembo osnovnega pogoja v podjetju, ki je vzpodbudila spremembo ocene kreditne sposobnosti). Sprememba v oceni obveznice (na primer znižanje) lahko povzroči, da obveznica prečka regulativni prag (nima več ocene netvegane stopnje ampak oceno tvegane stopnje), kar povzroči spremembo obravnave obveznic s strani podjetij, ki so zakonsko urejena (npr. bank, zavarovalnih institucij, pokojninskih skladov). Primer velja za Združene države Amerike, kjer veljajo pravila glede ocen tvegane in netvegane stopnje. Poleg tega tudi natančnost ocen ni popolna, v vsaki oceni obstoji varianca glede povprečne stopnje neplačil. Višje variance pomenijo večjo nekonsistentnost napak v ocenah. Ocena predstavlja kreditno tveganje relativno dobro, je pa manj zanesljiv indikator absolutnega tveganja, saj se je verjetnost neplačila, povezana s specifičnimi bonitetnimi stopnjami, spreminjala skozi čas.

3.3.2. Zakaj je število bonitetnih agencij tako majhno?

Dejstvo, da je tako malo bonitetnih agencij oziroma, da imajo tako majhen delež v tem segmentu trga, lahko razložimo z manj razvitim kapitalskim trgom v nerazvitih državah. Potreba po specializiranih institucijah je v teh državah manjša, saj je vrzel asimetričnih informacij, ki jo je treba zapolniti, manjša.

Zakaj pa jih je tako malo v Združenih državah? Maloštevilstvo agencij je v močnem nasprotju s tisočimi borznimi analitiki, ki jih zaposlujejo podjetja, in ki kot svojo storitev ponujajo mnenja o gibanju lastniškega kapitala podjetij. Ocenjevalne agencije so ostale ločene (neodvisne in samostojne) od posojilojemalcev in posojilodajalcev samih, saj taka struktura minimizira konflikte interesov med njimi in preprečuje njihovo nastajanje. Eden izmed razlogov je povezan z letom 1975, ko je ameriška Komisija za trg vrednostnih papirjev (SEC) uvedla sistem tako imenovanih "nationally recognized statistical rating organizations". Prve tri NRSRO agencije so bile Moody's, S & P ter Fitch. V zgodnjih osemdesetih letih je bilo sedem NRSRO agencij, toda zaradi združitve agencij je njihovo število v devetdesetih letih padlo na tri. Veliko pove tudi dejstvo, da od leta 1992 do 2003 SEC ni odobril nobenega imenovanja nove NRSRO agencije. Zaradi političnih pritiskov in nevarnosti pojava koncentracije podjetij je SEC dodal na listo še nekaj agencij, ki naj bi ustrezale vsem zahtevanim kriterijem. Leta 2003 so na listo dodali agencijo Dominion Bond Rating Service, leta 2005 agencijo A. M. Best, leta 2007 sta bili priznani še dve japonski agenciji in sicer Japan Credit Rating Agency, Ltd in Ratings and Investment Information, Inc in manjša agencija Egan - Jones Rating Company. Regulacija glede pridobitve statusa NRSRO agencije pa ne more razložiti maloštevilstva agencij pred letom 1975. Pred tem letom je bila vzrok ekonomija obsega in standardizacija. Ugled je ključnega pomena za rating agencijo. Ugled agencija gradi skozi izkušnje, ki si jih pridobiva s podeljevanjem ocen različnim finančnim instrumentom in izdajateljem. Imetniki obveznic preferirajo manjše število standardiziranih ocen, tako da lažje primerjajo ocene instrumentov in izdajateljev, ki temeljijo na relativno enostavnih sodbah o verjetnosti neplačila.

Čeprav je bilo v zadnjem času ustanovljenih kar nekaj manjših agencij, je kriterij nacionalnega priznavanja tisti, ki najbolj omejuje konkurenco. Kandidati za pridobitev statusa NRSRO imenujejo sebe: ujeti pri lovu (ang. caught in the catch), saj ne morejo dobiti imenovanja NRSRO, razen če niso nacionalni priznani, nacionalno priznani pa niso, dokler niso imenovani za NRSRO agencijo (Claire A. Hill, 2003, str. 22).

Trg rating agencij je trg z “naravnimi” vstopnimi ovirami, saj rating agencija zahteva visoko kvalificirane analitike, tehnološko dovršeno metodologijo ocenjevanja. Trg bonitetnih agencij je trg, kjer je ključnega pomena za njihovo kredibilnost ugled, ki pa se ga ne da pridobiti v relativno kratkem času in ga je treba graditi postopoma.

3.3.3. Problem konkurenčnosti

Agencije, ki so bile prve na trgu imajo prednost prvega vstopnika, medtem ko se nove agencije srečujejo z vstopnimi barierami. Velike agencije imajo tudi prednost pred manjšimi v ugledu, ki ga imajo. Investitorji raje kupujejo ocene velikih in uveljavljenih agencij. Zato ne preseneča dejstvo, da je trg bonitetnih agencij visoko koncentriran na vseh segmentih in ima le nekaj glavnih igralcev (BIS 2000, str. 21–32).

Krantor navaja kot problem, ki je lahko posledica povečane konkurence med agencijami, zmanjšanje kvalitete ocen. S povečanjem konkurence se podre mehanizem ugleda, na katerem delujejo agencije (Krantor, 2003, str. 399). Tudi Butler in Rodgers (2003, str. 2) pišeta, da visoke cene, ki jih plačujejo naročniki ocen in ki so rezultat nizke konkurence, povečujejo kvaliteto informacij, saj se zaradi plačila izboljša odnos med strankama in je tako v oceni zajetih več informacij zasebnega značaja.

Evropska komisija (EU Comission 2005, str. 7–8) je izrazila strah, da prevelika razdrobljenost trga lahko povzroči nasprotno posledice od želenih. Z veliko segmentacijo bi bile agencije pod pritiskom dajanja visokih ocen, da bi z njimi pritegnile stranke. Navzkrižja interesov so toliko bolj pomembna, kolikor je trg manj koncentriran (Hill 2004, str. 45).

3.3.3.1. Kako lahko država poveča konkurenco med agencijami?

Zaradi naravnih barier pri vstopu na trg bonitetnih agencij, visokih vstopnih stroškov novih udeležencev, časovnih zaostankov pri izgradnji ugleda je možnost hitrega vstopa skoraj nemogoča, ne glede na velikost vloška ob ustanovitvi agencije. Ker ni zunanjih pritiskov za povečanje konkurence, mora država to storiti z »notranjim pritiskom«. Na voljo ima dve orodji: ekonomsko ureditev in proti monopolno politiko. Ena od možnosti je subvencioniranje majhnih mladih agencij. Mogoče so tudi spodbude k združitvam več manjših agencij ali prevzemom, toda ta ukrep je treba izvesti zelo previdno, saj se pojavi vprašanje, katere združitve so škodljive in katere povečujejo konkurenco. Srednje velike (ang. midsize) agencije predstavljajo največjo konkurenčno nevarnost za velika uveljavljena podjetja, saj imajo še vedno prilagodljivost mlade organizacije, obenem pa že imajo potreben ugled. Zato bi bilo smiselno omogočiti združitve med manjšimi agencijami. To je način, s katerim je agencija Fitch dosegla položaj, ki ga ima na trgu danes in je tretji igralec.

Slika 15: Dejavniki, ki bistveno vplivajo na konkurenčnost med bonitetnimi agencijami

Ekonomija obsega	Pooblašene agencije	Ostali dejavniki omejevanja konkurence
Velike bonitetne agencije imajo večje povpraševanje po svojih storitvah in nižje stroške v primerjavi z manjšimi agencijami.	Agencije z dolgoletnim ugledom imajo prednost pred novimi konkurenti.	Faktorji, kot so: nacionalno priznavanje, struktura povpraševanja omejujejo strateške možnosti ocenjevalnih agencij.
– Prenos ugleda – Učinek mreže – Diverzifikacija poslovanja – Tveganja – Notranji monitoring	– Na ugledu zasnovana rast agencij – Prednost prvega prosilca – Naraščanje stroškov glede na čas – Zgodovinski premik glede vrednotenja kvalitete – Ocena kreditne sposobnosti kot orodje za privatni management	– Na ocenah nacionalno priznanih agencij temelječa pravna ureditev – Two-rating norm pravilo – Majhna segmentacija trga – Slaba kvaliteta

Vir: Dittrich Fabian, 2008, str. 93.

3.3.4 Zloraba položaja in nepoštena praksa

Moč in vpliv agencij je izredno velik, saj jim diskrecija podeljevanja ocen daje možnost vplivanja na izdajatelje. Ne vplivajo samo na njihove stroške, ampak tudi na njihovo poslovno obnašanje, saj izdajatelji jemljejo rating kot enega izmed pomembnih dejavnikov v njihovih strateških odločitvah (Partnoy 1999, str. 620). V raziskavi 241 japonskih finančnih institucij je več kot 90 % vprašanih navedlo visok rating bonitetne agencije kot enega neposrednih ciljev upravljanja (JCIF 2001, str. 4). Nekatere od večjih bonitetnih agencij so zlorabile svoj prevladujoči položaj na trgu z določenimi dejanji agresivne prakse. Agencija Fitch se je pritožila, da sta jo Standard & Poor's in Moody's poskusili iztisniti (ang. squeeze it out) iz določenih strukturiranih finančnih trgov z izvajanjem "notching"-a. To pomeni, da sta znižali njuni oceni, ali zavrnila podelitev ratinga določenim vrednostnim papirjem, izdanih s strani nekaterih paketov sredstev (npr. postranske dolžniške obveznosti), razen če je znaten del sredstev v teh skladih ocenjen tudi iz strani agencij Moody's in Standard & Poor's.

3.3.5. Konflikt interesov

Največji možni vir konflikta interesov v razmerju agencija - izdajatelj predstavljajo pomožne storitve agencije in plačilo zanje. Izdajatelji lahko dajo spodbudo agenciji k podelitvi višje ocene s tem, da se poslužujejo več njenih dodatnih storitev⁴². V poročilu AMF na str. 18 je navedeno, da agencije menijo, da je storitev podelitve bonitetne ocene drugačna od storitve podeljevanja mnenja o boniteti, ki jo ponujajo banke, in da agencije ne svetujejo izdajateljem o tem, kako naj sestavijo finančni instrument, da bo dobili kar se da visoko bonitetno oceno.

IOSCO kodeks ne prepoveduje agencijam opravljanja dodatnih storitev, ampak jim

42 AMF Report on Credit Rating Agencies, izdan januarja 2005 s strani francoske Agencije za trg vrednostnih papirjev; dostopen na: http://www.amf-france.org/documents/general/5891_1.pdf, p. 16 navaja, kot pomožne storitve:

(i) celovita analiza ratingov za vlagatelje in tržne strokovnjake,
(ii) dostop do podatkovnih baz in orodij za raziskovanje in modeliranje kreditnega tveganja,
(iii) splošna informacijska storitev, kot so oskrba s splošnimi informacijami, makroekonomskimi analizami in z industrijskimi analizami, vpliv sedanjih dogodkov, obveščanje o trendih na trgu in raziskave o neplačilih,
(iv) »ocena ocenjevanja storitev« za strateške projekte.

priporoča ločitev dejavnosti ocenjevanja in analitikov, ki jo opravljajo od ostalih dejavnosti agencije. Prav tako agencija ali njeni zaposleni ne bi smeli dajati nikakršnih implicitnih ali eksplicitnih zagotovil izdajateljem vrednostnih papirjev o določeni višini ocene pred procesom podelitve ocene.

Do navzkrižja interesov prihaja tudi med naročnikom ocene (ki ni nujno izdajatelj finančnega instrumenta) in agencijo, saj ima agencija dostop do zaupnih podatkov o izdajatelju in je v skušnjavi, da bi te podatke prodala naročniku. V Evropski uniji je to vprašanje urejeno z Direktivo o zlorabi trga⁴³

V ZDA Uredba o poštenem razkrivanju podatkov (Regulation Fair Disclosure) prepoveduje razkritje določenih informacij izdajateljem, vendar pa kot izjemo navaja NRSRO agencije⁴⁴. Kodeks IOSCO stoji na stališču, da bi morale agencije zaupne informacije uporabiti le v namene podelitve ratinga in samo v procesih podelitve ratinga ter v skladu z dogovorom z izdajateljem.

3.3.6. Unsolicited ratings oziroma nenaročena ocena kreditne sposobnosti

Nenaročena ocena kreditne sposobnosti (unsolicited rating⁴⁵) je vrsta ocene, ki je še eden izmed virov konflikta interesov. Za to oceno izdajatelj ne plača niti je ne odobri in temelji predvsem na javno dostopnih informacijah (Alec Klein, 2004, str. A1). Večina dvomov se pojavlja z možnostjo agencij, da s temi ocenami predstavljajo grožnjo izdajatelju, da bo dobil slab rating, in ga tako prisilijo k nakupu le-tega.

43 http://europa.eu.int/eur-lex/pri/en/oj/dat/2003/l_096/l_09620030412en00160025.pdf, The "Market Abuse Directive - Direktiva o zlorabi trga določa: države članice morajo zagotoviti, da izdajatelji finančnih instrumentov notranje informacije, ki jih neposredno zadevajo, čim prej ko je to mogoče, sporočijo javnosti, vendar pa se določbe ne uporabljajo, če je oseba, ki informacije dobi, zavezana po dolžnosti k zaupnosti, ne glede nato, ali ta dolžnost temelji na zakonu, predpisih, statutu ali pogodbi.

44 Selective Disclosure and Insider Trading, Release št. 34-43154 (Avgust 15, 2000), 65 FR 51716 in SEC Report str. 22): generalno je izdajateljem ali osebam, ki delujejo v imenu izdajateljev, prepovedano objavljati in sporočati informacije nejavnega značaja določenim taksativno naštetim entitetam na finančnem trgu, razen če je bila informacija javno razkrita. Iz prepovedi so izključene NRSRO agencije, katerim se take informacije lahko posreduje, pod pogojem, da jih bo agencija uporabila za podelitev ocene in da bo ocena kasneje javno razkrita. Komisija je sprejela to izjemo, ker je menila, da imajo agencije »poslanstvo javnega razkritja«. Z uporabo tega pravila so rezultati bonitetnega procesa javno dostopni.

45 Večina agencij uporablja pojem unsolicited rating, medtem ko Moody's uporablja izraz »investor-initiated rating«, S & P ima pi, t.i. public information rating, Fitch ps »shadow rating«.

Nezahtevana ocena je zanj grožnja, saj ga lahko prikaže v slabši luči, kot dejansko je, z utemeljitvijo, da ocena odraža samo javno dostopne informacije. Nezahtevan rating predstavlja predvsem psihološko grožnjo izdajateljem, saj je izdajatelje strah, da bodo v slabšem položaju zaradi tega, in se raje odločijo, da bodo sodelovali in plačali. Cantwell (1998) v svoji raziskavi ugotavlja, da je približno 90 odstotkov izdajateljev, katerih začetna ocena je bila nezahtevana, kasneje plačalo za njihovo ocenjevanje (Fight 2001, str. 155). To pomeni, da je nezahtevana ocena lahko orodje za pridobivanje novih strank.

Študije kažejo, da so nezahtevane ocene ponavadi le malo nižje od tistih, za katere plača izdajatelj. Kvaliteta nezahtevanih ocen se lahko meri ex-post in če bi bila ta dejansko tako slaba in nepravilna, bi udeleženci trga lahko preprosto ignorirali take ocene, agencije pa bi izgubile na svojem ugledu. Velike agencije podeljujejo nezahtevane ocene predvsem zato, ker investitorji pričakujejo da bodo predstavile popolno sliko trga, za majhne agencije pa so nezahtevane ocene ena od strategij za izgradnjo ugleda, dokler nimajo dovolj strank, ki jim bodo za oceno plačale.

3.3.7. Moralni hazard

Termin se nanaša na tveganje, da bo ena izmed strank v poslu, ki je delno ali v celoti zaščitena pred tveganjem posla, sprejela nerazumna tveganja, ki jih sicer v normalnih okoliščinah ne bi.

V sedANJI finančni krizi je ta hazard nastopil v daljši verigi posrednikov. Finančne institucije so nepremičninska posojila odobravale tudi zelo tveganim posojilojemalcev, saj so se zaščitile s tem, da so tveganje prenesle naprej. Tveganje je na koncu prevzel kupec finančnega instrumenta, ki je tudi na osnovi dobrih (sedaj vemo, da občutno predobrih) ocen finančnih inštrumentov s strani ratingovskih agencij napačno verjel, da prevzema nizka tveganja. Skušnjava, da za višji honorar agencija podeli višjo oceno, je konstanto prisotna in prihaja do nevarnosti, da je nezahtevana ocena nižja od tiste, ki bi jo agencija podelila, če bi jo podjetje zahtevalo. Agencije si tega ne bi smele privoščiti, saj njihova "moč" temelji tudi na ugledu, ki so si ga

zgradile skozi leta delovanja.

3.3.8 Zanesljivost rating ocen

Zanesljivost ima lahko dve obliki:

- rezultat rating procesa oziroma točnost kreditne ocene tveganja;
- zanesljivost samega procesa podelitve ocene, ocena, ki je neodvisna od katere koli stranke v razmerju.

Točnost je bistvena za vse uporabnike ocen še posebej za izdajatelje. Če vlagatelji ne verjamejo, da so ratingi dejanski odraz bonitete izdajatelja in na primer menijo, da je posamezni izdajatelj ali izdaja dolžniških papirjev precenjena, bodo izdajatelji imeli več težav pri pridobivanju ocen z nizkimi stroški. Kreditna ocena ima vrednost tako za posojilodajalce kot za investitorje, ki bodo zahtevali oceno, ki bo lahko vzpodbuda za investiranje, če bo le-ta taka, da jim zaradi ocene ni treba iskati informacij o posojilojemalcih in izvajati nadzora nad njimi. Ocene nižajo stroške in olajšajo naložbene odločitve.

Bonitetne ocene so ponavadi zanesljive v smislu, da na splošno zagotovijo točno oceno kreditnega tveganja izdajatelja ali dolžniških instrumentov. V primeru Enron so agencije trdile, da niso odgovorne za opustitev pri odkrivanju goljufij, saj preverjanje točnosti finančnih in drugih podatkov s potrebno skrbnostjo ni del njihovega dela (Claire A. Hill, *Rating Agencies Behaving Badly*, 2003).

Če bi kreditne ocene počivale samo na njihovem informacijskem inputu in na zanesljivosti teh informacij, bi bila neažurnost agencij pri zagotavljanju natančnih, posodobljenih ocen sankcionirana že s strani tržnih sil. Trg bi z zmanjšanjem povpraševanja po storitvah agencije vplival na ugled agencije, ki pa je zanje ključnega pomena (Amy K. Rhodes 1996, str. 293).

Široka uporaba rating ocen in dejstvo, da niso tretirane le kot mnenja, ampak dejansko vključene tudi v posojilne pogodbe in regulatorne sheme, povzroči mehansko povpraševanje in prepreči, da bi sam trg ustvaril tržno zasnovane mehanizme povpraševanja, še posebej, če izkoristijo neelastičnost povpraševanja po ocenah. Ni poznan noben mehanizem, ki bi direktno lahko spremljal kvaliteto ratingov in tako kvaliteto lahko merimo le ex-post (Howell E. Jackson 2001, str. 20).

Verodostojnost rating ocen opredeljujeta najmanj dva dejavnika, in sicer:

- primerljivost rating ocen istih ocenjevalnih institucij oziroma držav in
- pravočasno reagiranje na potencialne težave.

3.3.9. Procikličnost

Zaradi »skozi cikel« (ang. »through the cycle approach«) pristopa so agencije zelo počasne pri spreminjanju ratingov. Ratingi merijo verjetnosti neplačila za dolga investicijska obdobja, brez upoštevanja gibanj kratkoročnih tržnih cen. Ta pristop omejuje nevarnost prevelikega vpliva trenutnih tržnih trendov na oceno. Prekomerna procikličnost lahko postane težava zaradi regulacije, ki temelji na ocenah. Četudi so udeleženci na trgu za fluktuacijo zasebno upoštevali absolutno verjetnost neizpolnjevanja obveznosti, vezanih na določeno specifično presojo kreditne sposobnosti, so lahko zaradi določenih državnih predpisov prisiljeni sprejeti kontraproduktivne investicijske ukrepe. Na dolgi rok je manj verjetno, da bo procikličnost trajala dlje časa, saj bi dramatična fluktuacija absolutne verjetnosti neizpolnjevanja obveznosti zagotovo škodovala ugledu (Altman in Rijken, 2004, str. 2680–83).

3.3.10. Aktualnost

Ena od bistvenih lastnosti, ki znižujejo kakovost ratingov, je počasnost odziva agencij na spremembe. Agencije nižajo ocene z zamudo. Hitreje bi morale pregledovati nove

informacije in spremeniti ocene. Agencije se branijo z argumentom, da je sprotno pregledovanje zelo drago in da so določeni dogodki, kot so goljufije ali druga pravna dejanja, ki lahko povzročijo nenadno neplačilo, nepredvidljivi (Hill, 2004, str. 71).

Problem pravočasnosti je pomemben in postane še bolj zapleten zaradi sledečih dejavnikov:

1. Z vidika informacijske funkcije bonitetnih ocen bi morale spremembe biti pravočasne in se sproti spreminjati in prilagajati novim informacijam; z vidika regulatorne funkcije bi ocene morale biti stabilne, saj spremembe v regulativnem položaju vrednostnega papirja povzročajo transakcijske stroške reguliranim subjektom.
2. Regulacije, ki temeljijo na ratingih in sprožilcih ocen, povzročajo krožnost. Posledice znižanja ocene imajo močan negativen učinek na izdajatelje, kar lahko vodi v še nadaljnja znižanja ocene, zaradi česar je zaželeno, da agencije niso prehitre, da ne bi povzročile opisane verižne reakcije (Nicholls 2005, str. 17).
3. Izdajatelji in investitorji imajo drugačna pričakovanja od ocen; izdajatelji imajo raje postopna znižanja ocene in hitra zvišanja; investitorje zanima le informacija o kreditnem tveganju (Hill, 2004, str. 70–71).

3.3.11. Predsodki glede konformnosti - Conformity Bias

Moody's in Standard's & Poor's uporabljata zelo podobno metodologijo ocenjevanja, kar vodi do zelo povezanih ratingov. Logično je, da so si kvalitetni ratingi, ki odražajo iste osnovne podatke podobni (Cantor in Packer, 1996). Problem se pojavi, če so si ocene preveč podobne oziroma, če so spremembe ocen enake. Azijska kriza leta 1997 in 1998 je tak primer, kjer so se vse agencije odzvale in reagirale zelo podobno. Vse agencije so v enakem časovnem okviru znižale ratinge za približno enako število ocen. Pa tudi to se je zgodilo prepozno (Radlet in Sachs, str. 68).

Kuhner navaja enega od možnih razlogov za usklajeno in zelo podobno ravnanje agencij glede sprememb ratingov. Pravi, da je ugled agencije, ki ga pridobi s tem, ko drastično spremeni oceno nekomu, manjši od ugleda, ki ga agencija izgubi, če spremeni oceno in se ta sprememba kasneje izkaže za napačno. Zato je bolj varno za veliki trojček (Moody's, Standard & Poor's in Fitch), da so si njihove ocene med seboj podobne in da so podobne tudi ocenam drugih konkurentov, saj tako omejijo možnost izgube ugleda. Tako vedenje pa predstavlja strukturno tveganje, saj je vzpodbuda za paralelno vedenje agencij v času krize še večja. McNamar in Vaalerija (2004, str. 699) pravita: »Mehanizem ugleda je najmanj učinkovit, ko je najbolj potreben.« Preveč podobni ratingi zmanjšujejo vrednost informacij in širjenje informacij postane togo, saj nobena agencija ne želi narediti prvega koraka.

3.3.12. Vzporedno obnašanje investitorjev

To vprašanje ni direktno povezano z agencijami, je pa posledica pravne ureditve, ki temelji na ocenah bonitetnih agencij. Če zaradi znižanja ratinga instrument preide prag, ki ga ureditev določa kot investment grade, bo veliko vlagateljev prisiljenih prodati te instrumente v zelo kratkem času, kar povzroči preveliko (neutemeljeno) spremembo cene le-teh. Eden od ciljev regulacije, ki uporablja bonitetne ocene kot referenčne točke, je v zaščiti določenih investitorjev, kot so pokojninski skladi, da bi prevzemali previsoka tveganja. Toda zaradi vzporednih reakcij so lahko investitorji prisiljeni prodati naložbe, saj jih vsi imetniki prodajajo in so cene zaradi te verižne reakcije zelo nizke, kar jim povzroči velike izgube.

3.3.13. Trojna A-napaka - Triple A failure

Agencije so čudežno spremenile visoko tvegane in navadnemu investitorju nepoznane finančne inštrumente v investicijo, kateri lahko zaupajo, saj ima inštrument visoko bonitetno oceno. Varnost posojila opredeljuje več dejavnikov, med drugimi lastništvo nepremičnine, prihodek posojilojemalca... Če tisoče takih posojil združimo v eno obveznico se pojavi toliko več vprašanj, na katera bi moral investitor dobiti odgovor. Toda če predpostavimo, da ima obveznica oceno, ki jo je podelila agencija Moody's in je ta ocena visoka, investitor pozabi na hipotekarna posojila in njihovo tveganost. Ne zanima ga, katere nepremičnine so zastavljene, važno je, da ima obveznica oceno AAA. Ta začaran krog imenujemo Triple A failure ali trojna A-napaka (Lowenstein, 2008, str. New York Times).

Agencija v procesu dodelitve ocene ni imela dostopa do individualnih dokumentov posojilojemalcev niti ni komunicirala s posojilodajalci ali preverjala podatkov, ki so jih le-ti dobili od kreditorejmalcev ali, kot je dejal uslužbenec pri Moody's: »Mi nismo finančniki, ki se ukvarjajo z dajanjem posojil.«

Toda ne gre kriviti samo rating agencij, tudi investitorji so s svojim prevelikim zaupanjem v ocene in uporabo ocen kot substitutov k svoji lastni analizi prispevali k rasti kriznega mehurčka. V situaciji, ko ima investitor dve obveznici, ki imata obe AAA oceno, vendar ima ena veliko višji donos kot druga, bi si moral investitor postaviti vprašanje, zakaj ima ena obveznica občutno višji donos kot druga, čeprav imata obe enako oceno. Eden od razlogov za to naivnost je bilo tudi nepoznavanje in neizkušенost pri trgovanju z novimi vrstami posojil, kot so subprime posojila in druge vrste "eksotičnih hipotek".

3.3.14. Spornost načina dodeljevanja ocen

Pomanjkanje transparentnosti pri procesu podelitve ocene vodi v nekonsistentnost in napake pri modelih, ki jih bonitetne agencije uporabljajo pri dodeljevanju ocen. Navzkrižje interesov v načinu dodeljevanja ocen (oceno plača izdajatelj) ter dejstvo,

da agencija v primeru strukturiranih produktov najprej proda recept izdajatelju, kako naj tak instrument zapakira, potem pa mu proda še oceno za ta isti instrument (po nekaterih podatkih naj bi dajanje pomoči pri sestavljanju strukturiranih produktov in dodeljevanju ocene le-tem prinašalo agencijam skoraj polovico celoletnih prihodkov), je dovolj jasen prikaz spornosti načina dodelitve ocen.

3.3.15. Rating shopping

Naročnik ocene plačajo rating agenciji le, če jim ta podeli zeleno oceno. Če se agencija in naročnik ne strinjata (ang. don't see eye to eye) glede ocene, lahko naročnik priredi številke ali poskusi srečno pri konkurentu. Ta pojav se imenuje "ratings shopping" ali nakup ratinga.

Čeprav je sistem, ko naročnik plača agenciji za izdajo ocene, v uporabi že od sedemdesetih let, se je problem konformnosti glede ocen v javnosti pojavil šele v času sedanje krize. Dejstvo, da je pojav potreboval 30 let, da je prišel na dan, kaže na dejstvo, da je učenje udeležencev na finančnem trgu zelo počasno in poraja se vprašanje ali se je rating shopping pojavil šele sedaj ali pa se je spremenilo nekaj na finančnem trgu, kar je spremenilo in povečalo njegov vpliv (Vasiliki Skreta and Laura Veldkamp, 2008, str. 1).

3.3.15.1. Rešitev problema rating shoppinga

(i) povečanje konkurenčnosti med bonitetnimi agencijami;

Z regulatornimi intervencijami bi lahko zapolnili pomanjkanje proste konkurence med agencijami (odprava sistema, ki omejuje dostop novih agencij na trg), vendar pa ta ukrep ne reši problema rating shoppinga; če izdajatelji razkrijejo le najvišje ocene, ki so jim bile podeljene, povečanje števila agencij poveča tudi pristranskost v razkritju ocen. Več, kot je agencij, večja je možnost rating shoppinga. Če nek izdajatelj želi več

»shadow ratingov«⁴⁶ (ocen v senci), kot jih je imel možnost dobiti prej, bo povečanje števila agencij povečalo število opazovanih ocen in pristranskost, zaradi želje po nakupu najboljše ocene. Možen je tudi padec cen dodelitve shadow ratinga zaradi večje konkurence, kar bi povzročilo večje povpraševanje izdajateljev po ocenah.

(ii) obveznost razkritja vseh ocen;

V teoriji bi bila to dobra rešitev, vendar v praksi je težko regulirati prenos podatkov, saj je lahko meja med neformalnim nasvetom in oceno hitro zabrisana.

(iii) ena agencija na trgu;

Če bi imeli eno agencijo, ki bi imela monopol nad podeljevanjem ocen in bi ocenila vsak instrument, bi bil nakup ocene nemogoč, vendar pa bi agencija težje podeljevala zanesljive ocene, oziroma je ta možnost praktično težko izvedljiva.

3.3.16. Tok informacij in pomen preglednosti bonitetnega procesa.

Nihanje cen inštrumentov kot odziv na spremembo ocene, bi pogosto lahko bila manj izrazita, če bi bonitetne agencije razkrile več informacij o svojih osnovnih predpostavkah ratingov (na primer posebni dogodki, ki lahko sprožijo spremembo ratinga) kot tudi informacij in dokumentov, ki so jih pregledali pri podelitvi ratinga (na primer ali je izdajatelj sodeloval v bonitetnem procesu).

Napako so naredile tudi banke in vlade, ki niso opravile svoje naloge varovalca trga, ampak so dovolile, da največje agencije, kot sta Moody's in S& P določita kreditne standarde, ki so določali, katera posojila lahko Wall Street "prepakira" in kateri posojilodajalci lahko sodelujejo. Agencije so imele in še imajo preveč uradne zaščite.

⁴⁶ Shadow rating = ocena, ki jo agencija podeli inštrumentu ali izdajatelju, vendar ostane zaupna in je naročnik ne razkrije javnosti.

3.3.17. Odgovornost agencij za podeljene ocene

Agencije so od vedno uživale civilnopravno neodgovornost za podeljeno oceno, odgovorne so bile le za dejanja storjena v slabi veri. Za malomarnost niso odgovorne tako kot večina drugih tržnih udeležencev. V ZDA ocene obravnavajo kot mnenja (ang. opinions), ki so zaščitena s Prvim amandmajem⁴⁷ in so tretirana kot izjema. Breme odgovornost se je nekoliko povečalo z »Reform Actom« iz leta 2006, saj so bonitetne agencije soodgovorne za izpolnjevanje svojih standardov.

3.4. Pozitivne strani bonitetnih agencij

Ratingi prinašajo tudi strukturne koristi, saj omogočajo ekonomijo obsega v proizvodnji informacij. Agencije proizvedejo informacijo le enkrat in jo dajo v možnost uporabe mnogim uporabnikom. Ker so agencije plačane predvsem s strani izdajateljev, so ratingi ponavadi na voljo ostalim uporabnikom brez plačila. Včasih agencije objavijo celo zelo natančne podatke in podatke o tem, kako je bila ocena dodeljena in na podlagi katerih dejstev in informacij. Tako agencije povzročijo širjenje informacij o kreditnem tveganju, kar bi sicer morali storiti investitorji sami in bi jim povzročilo dodatne stroške. Smith in Walter (2002, str. 293) govorita o pozitivnih zunanjih monetarnih učinkih, saj cena informacije pade na 0. Nekateri avtorji celo jemljejo ratinge kot javno dobro, ki povečujejo učinkovitost trga.

Druga strukturna korist pa je rezultat standardizacijske funkcije ratingov. Ratingi zmanjšujejo pričakovanja upnikov in izdajateljev (dolžnikov), da bodo dobro seznanjeni z normami, ki opredeljujejo njihovo razmerje (Sinclar 2000, str. 496). Za izdajatelje bi bilo veliko dražje, če bi morali sami zagotoviti informacije upnikom in prav tako bi upniki morali razviti strokovno znanje na specializiranih področjih. Ocene lahko vlagatelji razumejo ne glede na stopnjo znanja, strokovnost, izobrazbo in ne glede na to, da so bile pripravljene na podlagi zapletenih ocen in postopkov.

⁴⁷ Pravilo (Rule) 436(g)(1) of the Securities Act of 1933, 17 C.F.R. § 230.436(g)(1) (2003).

Zagotavljajo jim informacije, s katerimi si lahko pomagajo pri oceni tveganj, povezanih z določenim vrednostnim papirjem. Izdajateljem (tistim, ki prejmejo ugodno bonitetno oceno) pomagajo znižati stroške zbiranja kapitala.

3.5. Konkretni prikaz vloge bonitetnih agencij k prispevku k finančni krizi z načinom dodeljevanja in dinamiko prilagajanja bonitetnih ocen spreminjajočim se razmeram na trgih

Velik del finančne krize oziroma kreditne krize poteka na področju strukturiranih finančnih instrumentov, za kar so v veliki meri krive visoko bonitetne finančne institucije na trgih zahodne Evrope in Severne Amerike, ki so se tem strukturiranim instrumentom neposredno ali posredno izpostavljale in posledično v tej krizi utrpele tudi velike izgube. Sredi leta 2008 so bile ravni pribitkov za kreditno tveganje na vseh kreditnih trgih skoraj enake. Nizke in relativno primerljive stroške financiranja po posameznih valutah v razvitih gospodarstvih so uživali izdajatelji državnega dolga, izdajatelji podjetniških obveznic, izdajatelji sestavljenih instrumentov (ang. subprime mortgages), ki v sebi skrivajo hipotekarna posojila drugorazrednih posojilojemalcev, oziroma tako imenovane radioaktivne odpadke.

3.5.1. Dogajanje na kreditnih trgih

Na kreditnih trgih, ki so lahko glede na čas dospelosti instrumentov denarni (na njih se trguje z instrumenti, ki imajo manj kot leto dni do zapadlosti) ali kapitalski (čas dospelosti je daljši od enega leta) se dogajanje vrti okoli finančnih instrumentov, ki so lahko podjetniški, državni, občinski, agencijski, hipotekarni ali pa drugi dolžniški finančni instrumenti, zavarovani z različnimi vrstami premoženja (npr. sestavljeni instrumenti, ki nastajajo v procesu listinjenja). Skupna značilnost vseh teh različnih vrst dolžniških instrumentov je verjetnost, da izdajatelj finančnega instrumenta ob njegovi zapadlosti ne bo mogel ali ne bo hotel poplačati svoje obveznosti, kar povzroči, da investitorji na različnih segmentih teh trgov zahtevajo različno visoke pribitke za prevzemanje kreditnega tveganja. Spreminja se le percepcija kreditnega

tveganja ob vsem drugem nespremenjenem, to je čas dospelosti, kuponska obrestna mera in tip finančnega instrumenta. Ti zahtevani pribitki za prevzemanje kreditnega tveganja se v času spreminjajo in prilagajajo razmeram v gospodarstvih, posameznim sektorjih, posameznim gospodarskim subjektom. Gibanje teh pribitkov najlažje prikažemo z gibanjem cen izvedenih finančnih instrumentov oziroma kreditnih zamenjav (ang. Credit Default Swap⁴⁸).

Bonitetne agencije dodeljujejo bonitetne ocene vsem zgoraj navedenim finančnim instrumentom oziroma njihovim izdajateljem. Kot je bilo že v začetku pojasnjeno, so dejavniki, ki jih agencije upoštevajo, kvantitativni in kvalitativni ter so vedno deloma subjektivne narave in se razlikujejo glede na bonitetno agencijo ter vrsto kreditnega trga, v katerem deluje izdajatelj. Kljub temu, da je meja med oceno netvegane stopnje in oceno tvegane stopnje zgolj navidezna, pa se zaradi omejitev investiranja v tako imenovane visoko donosne obveznice (angl. high yield bonds) oziroma nad to mejo, zelo različno gibljejo pribitki na zahtevano donosnost, ki kažejo percepcijo in pripravljenost prevzemati kreditno tveganje (Sebastjan Smodiš, 2008).

Tako se pribitki za kreditno tveganje dinamično spreminjajo v času glede na razmere, ki nastopajo na finančnih trgih ali pri izdajateljih. Enako se spreminjajo bonitetne ocene. Najbolje to prikažemo kar na primeru iz prakse: in sicer agencija Moody's je v obdobju od 1.7.2007 do 1.7.2008 pri visoko bonitetnih finančnih institucijah na območju zahodne Evrope izvedla 85 bonitetnih akcij in tem institucijam znižala dolgoročne bonitetne ocene, kar je več kot v letih 2005 in 2006 skupaj. V tem obdobju je znižala tudi trem izmed šestih analiziranih institucij dolgoročno bonitetno oceno za nepodrejeni dolg. Iz teh podatkov bi lahko sklepali, da agencije v tem času zaostrenih razmer niso bile pasivne, vendar pa je potrebno biti previden in se vprašati, ali je bilo zniževanje teh ocen pravočasno ali je prišlo do časovnega zamika in ali bi lahko bolj proaktivno in s trgom usklajeno delovanje pomagalo predvideti in morda celo deloma

48 CDS = ena izmed osnovnih oblik kreditnih izvedenih instrumentov, kjer je ena stranka kupec zaščite za primer kreditnega dogodka, druga stranka pa je prodajalec takšne zaščite. Kreditni dogodek mora biti opredeljen v pogodbi med obema strankama, tako kupec svojo kreditno izpostavljenost prenaša na prodajalca kreditne zamenjave, za kar prodajalec prejema od kupca periodična plačila (premijo), ki so določena kot delež nominalne vrednosti. V primeru, da v času trajanja pogodbe ne pride do kreditnega dogodka, prodajalec zaščite nima nobene obveznosti do kupca.

preprečiti del izgub iz naslova pričujoče kreditne krize.

Tabela 5: Primerjava uradnih in implicitnih bonitetnih ocen po posameznih institucijah na dan 10. 7. 2008 in 20. 4. 2009

Institucija	Vrsta bonitetne ocene	Bonitetna ocena 10.7.2008	Razlika 10.7.2008	Bonitetna ocena 20.4.2009	Razlika 20.4.2009	Razlika 10.7.08- 20.04.09
RBOS	Dolgoročna uradna bonitetna ocena za nepodrejeni dolg	Aa1		Aa3		2
	Implicitna bonitetna ocena izvedena iz cen obveznic	Baa1	-6	A2	-2	2
	Implicitna bonitetna ocena izvedena iz cen kreditnih zamenjav	Baa1	-6	Baa1		
UBS	Dolgoročna uradna bonitetna ocena za nepodrejeni dolg	Aa2		Aa2		
	Implicitna bonitetna ocena izvedena iz cen obveznic	A1	-2	Baa3	-7	0
	Implicitna bonitetna ocena izvedena iz cen kreditnih zamenjav	Baa1	-5	Baa1	-5	5
UniCredit	Dolgoročna uradna bonitetna ocena za nepodrejeni dolg	Aa2		Aa3		0
	Implicitna bonitetna ocena izvedena iz cen obveznic	Aa3	-1	Aa3	0	1
	Implicitna bonitetna ocena izvedena iz cen kreditnih zamenjav	Aa3	-1	A3	-3	0
Freddie Mac	Dolgoročna uradna bonitetna ocena za nepodrejeni dolg	Aaa		Aaa		3
	Implicitna bonitetna ocena izvedena iz cen obveznic	Aaa	0	Aaa	0	
	Implicitna bonitetna ocena izvedena iz cen kreditnih zamenjav	Aa2	-2	Aaa	0	2
Fannie Mae	Dolgoročna uradna bonitetna ocena za nepodrejeni dolg	Aaa		Aaa		0
	Implicitna bonitetna ocena izvedena iz cen obveznic	Aaa	0	Aaa		0
	Implicitna bonitetna ocena izvedena iz cen kreditnih zamenjav	Aa2	-2	--	--	
MBIA	Dolgoročna uradna bonitetna ocena za nepodrejeni dolg	Baa2		Ba1		3
	Implicitna bonitetna ocena izvedena iz cen obveznic	C	-12	Caa2	-7	4
	Implicitna bonitetna ocena izvedena iz cen kreditnih zamenjav	Caa1	-8	B3	-5	+1

S primerjavo dolgoročnih bonitetnih ocen za nepodrejeni dolg z alternativnimi implicitnimi bonitetnimi ocenami, ki jih bonitetna agencija (v primeru so uporabljene ocene agencije Moody's) izračunava na podlagi tržnih vrednotenj obveznic, ki jih izdajajo te institucije, ter z cenami kreditnih zamenjav za zavarovanje kreditnih dogodkov pri teh institucijah, lahko dokažemo, da bonitetne agencije poleg tega, da niso proaktivne in da kljub na prvi pogled ustrezni, četudi zapozneli dinamiki zniževanja bonitetnih ocen s svojim delovanjem ob zaostrovanju kreditne krize,

izkrivljajo trenutno sliko obsega kreditnega tveganja na trgih. Vidi se razlika, z vidika uradnih dolgoročnih bonitetnih ocen med skoraj enako ocenjenimi Aa evropskimi bankami, katere kreditni trgi vrednotijo precej različno; npr. RBOS 2 razreda pod uradno bonitetno oceno (A1), UBS med 7 in 5 razredi nižje (med Aa2 in Baa1), Unicredit pa je npr. na kreditnih trgih vrednotena enako (na Aa3). Instituciji MBIA je Moody's na dan 10.7.2008 znižala oceno iz Aa2 na Baa2, kreditni trgi pa so jo degradirali med 12 in 8 razredov nižje (od Caa1 do C), kar pomeni, da jo obravnavajo, kot da bi bila v stečaju. Bonitetne agencije zaostajajo za tempom in dinamiko, ki jo narekujejo tržni udeleženci.

3.5.2. Vloga bonitetnih agencij pri listinjenju

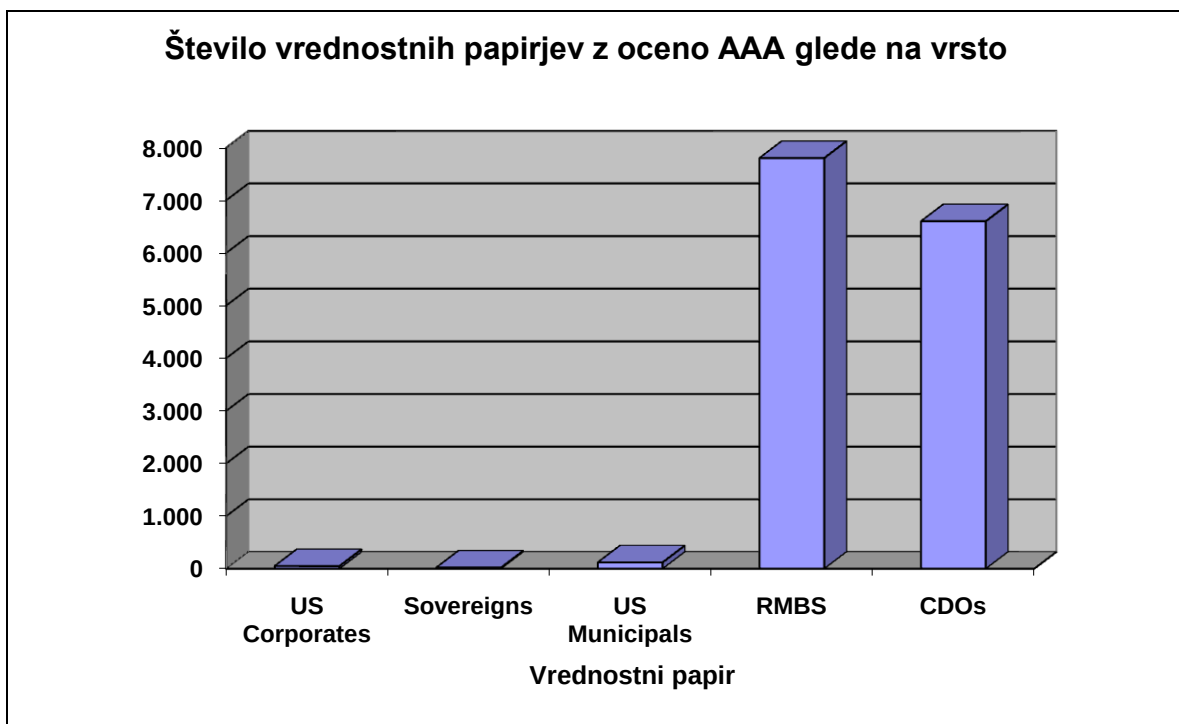
V ZDA se je bančni nadzornik (US office of the Comptroller of the Currency) zanašal na bonitetne agencije, da so ocenile kvaliteto CDO. Pri ocenjevanju tveganj so se uporabljali kompleksni kvantitativni modeli Monte Carlo (The \$2 bail - out, The Economist, 19. marec 2008), s pomočjo katerih so agencije poskušale napovedati verjetnost neplačila hipotekarnih posojil, na podlagi katerih so bili izdani vrednostni papirji (MBS) (Restructured Products, The Economist, 9. februar 2008, str. 72). Isti kalkulacijski/simulacijski programi so bili uporabljeni za optimalno konstruiranje CDO oziroma MBS ter za optimalno subordinacijo in kreditno garancijo. Pri tem so rating agencije uporabljale različne parametre, na podlagi katerih je program izračunal optimalno strukturo CDO.

Parametri, na podlagi katerih so bile izračunane verjetnosti neplačila v naboru terjatev:

- karakteristike nabora hipotekarnih terjatev,
- razmerje med višino posojila in vrednostjo nepremičnine, s katero je bilo posojilo zavarovano,
- dokumentacija dohodkov hipotekarnih posojil,
- namen hipoteke,

- historični podatki o neplačilih hipotek na podobnih hipotekah.

Slika 16: Število vrednostnih papirjev z oceno AAA glede na vrsto papirja



Vir: Fisher Graham, 2008, str. 3.

Največji del problema izvira iz računalniškega modela vrednotenja, ki je netransparenten. Problem se je pojavil tudi pri historičnih podatkih, saj so se podatki nanašali predvsem na obdobje med letoma 1992 in 2000, ko pa je bilo izjemno malo primerov neplačil hipotek in je stanovanjski trg rasel. Kvantitativni modeli niso predvidevali padanja cen nepremičnin, kar pa se je dejansko zgodilo. Ker so agencije pomagale in svetovale izdajateljem CDO, so s tem prišle v konflikt interesov, saj so sedaj oboji delovali z enakim interesom, izdati čim več CDO s čim večjo tranšo, ki bi imela bonitetni razred AAA, ki prinaša najmanjše obresti in je načeloma »najvarnejši«. Ker je svetovalna dejavnost prinašala vse več prihodkov, so neutemeljeno dajale tako visoke ocene CDO, kar je vidno tudi na spodnji tabeli. Ker so bile naročnice ratinga za CDO večinoma velike banke, so agencije čutile pritisk za izdajo visoke ocene, saj so vedele, da lahko banke poiščejo drugo agencijo, ki bo

pripravljena podeliti višjo oceno. Število CDO papirjev z oceno AAA je nenormalno veliko v primerjavi z ostalimi vrstami. Ali je to smiselno, glede na značilnosti CDO-jev? Julija 2008 je agencija S & P od skupaj 4.083 tranš z oznako AAA znižala bonitetno oceno 902 tranšama rezidenčnih MBS in CDO, ki so bile prvotno označene z AAA. Skupno je S & P znižala bonitetno oceno 16.381 tranšam RMBS in CDO, iz česar lahko razberemo resnično kakovost analiz, ki so jih opravile agencije.

3.6. Ukrepi povezani z bonitetnimi agencijami sprejeti v času globalne finančne krize

3.6.1. Ukrepi sprejeti v ZDA

Decembra 2008 je SEC sprejel nekaj novih pravil, ki naj bi pripomogla k hitrejšemu izhodu iz finančne krize tudi s spremembami na področju bonitetnih agencij. SEC je prepovedal agencijam, da bi sodelovale pri pripravi nekega finančnega instrumenta in ga nato še ocenile, saj je v tem primeru konflikt interesov prevelik. Nova pravila prepovedujejo analitikom, ki sodelujejo v procesu podelitve ocene, da bi se pogajali o višini plačila za oceno in omejuje vrednost daril, ki jih lahko zaposleni dobijo od naročnikov. Agencije bodo obvezane predložiti letno poročilo o svojem delovanju in kakovosti ocen ter natančno poročilo o gibanju ocen za letno, triletno in desetletno časovno obdobje. Komisija ni želela glasovati o predlogu, ki je razlikoval med ocenami strukturiranih finančnih produktov in ocenami tradicionalnih finančnih instrumentov. Za povečanje transparentnosti in konkurence so sprejeli pravilo, ki od naročnika ocene zahteva, da podatke, ki jih posreduje agenciji, pri kateri je naročil oceno, posreduje tudi ostalim NRSRO agencijam, tako da bodo tudi te imele možnost podeliti tako imenovani unsolicited rating oziroma nezahtevano oceno. Tako bodo agencije imele na voljo vse statistične podatke, razen podatkov, ki si jih bosta med seboj izmenjala naročnik in plačana agencija. Komisija zahteva tudi zgodovino vseh ocen, ki so bile podeljene po 24. juniju 2008, saj bo tako imela možnost pregledati spreminjanje ocen. To je zelo pomembno glede na dejstvo, da je bilo veliko ocen nepravilnih, kar je pripomoglo k propadu kreditne industrije. Pomanjkljivost pravil, ki

vsebujejo zahteve po razkritju dokumentov in dejavnosti v postopku podelitve ocene je v tem, da lahko agencija odloži razkritje za 6 mesecev in da je dolžna razkriti te podatke le za 10 odstotkov naključno izbranih podjetij, ki so za oceno plačala, kar pomeni, da jim ni treba razkriti nobenih podatkov in dejanj za nezahtevane ocene in ocene, ki jih zahtevajo vlagatelji.

3.6.2. *Ukrepi sprejeti v okviru EU*

Po izbruhu finančne krize se je politična in kasneje tudi širša javnost zavedla, da bodo potrebni ukrepi na vseh ekonomskih področjih, če želimo premico tonjenja navzdol ustaviti. Oktobra 2007 so se finančni ministri EU dogovorili za niz sklepov glede krize (načrt Ecofin)⁴⁹, ki so vključevali predlog za oceno vloge bonitetnih agencij in za odpravo vseh pomanjkljivosti v zvezi z njimi. Komisija je bila pozvana, naj prouči morebitna nasprotja interesov v bonitetnem postopku, preglednost ocenjevalnih metod, časovne zaostanke pri vnovičnih bonitetnih ocenjevanjih in regulativne postopke odobritve. Za pojasnitev vloge agencij in ocenitev potrebe po regulativnih ukrepih je komisija jeseni leta 2007 za nasvet zaprosila CESR in strokovno skupino za Evropske trge vrednostnih papirjev (ESME – European Securities Markets Expert Group). Približno sočasno so začele tudi druge države uvajati reforme na tem področju (ZDA, Japonska) in odtelej so IOSCO, Forum za finančno stabilnost (FSF – Financial Stability Forum)⁵⁰ in Odbor za globalni finančni sistem (CGFS – Committee on the Global Financial System) pripravili pomembna poročila o tem vprašanju. Medtem so bonitetne agencije same pripravile osnutke nekaterih reform, ki so jih pripravljene uvesti⁵¹.

Evropska komisija je novembra 2008 predlagala Uredbo o bonitetnih agencijah, ki se

49 http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressdata/SL/ecofin/96629.pdf.

50 Report of the FSF on Enhancing Market and Institutional Resilience (Poročilo FSF o krepitvi odpornosti trga in institucij), 7. april 2008, http://www.fsforum.org/publications/r_0804.pdf.

51 Agencija Standards and Poor's je na primer predstavila načrt reform, ki je vključeval ukrepe, kot so imenovanje varuha človekovih pravic za zainteresirane strani, javni letni pregled postopkov upravljanja, ki ga izvede neodvisno od podjetij, in izmenjavanje strank za analitike. Agencija Moody's je sprejela ukrepe za izboljšanje kakovosti podatkov uporabljenih v bonitetnem postopku. Agencija Fitch je svoje nebonitetno poslovanje prestavila v ločeni oddelek in uvedla spremembe pri svojih dejavnostih na področju strukturiranih finančnih instrumentov, da bi povečala objektivnost in doslednost postopka bonitetnega pregledovanja.

osredotoča na štiri cilje:

- izogibanje in preprečevanje nasprotja interesov v bonitetnem postopku,
- izboljšanje kakovosti metodologij in kakovosti bonitetnih ocen,
- povečanje preglednosti delovanja agencij,
- vzpostavitev učinkovitega registracijskega in nadzornega okvirja, ki preprečuje izbiranje najugodnejšega pravnega reda (»forum shopping«) in regulatorno arbitražo med pravnimi redi držav članic.

Predlog vsebuje pravno zavezujoč registracijski in nadzorni sistem za bonitetne agencije, ki izdajajo bonitetne ocene predvsem za regulativne namene kreditnih institucij, investicijskih podjetij, zavarovalnic in pozavarovalnic, kolektivnih naložbenih shem in pokojninskih skladov. Končna odločitev o registraciji bonitetne agencije je v rokah pristojnega organa matične države članice, to je države, v kateri ima bonitetna agencija svoj sedež. Pristojni organ države članice s sedeža bonitetne agencije opravlja tudi nadzorna dejanja. Bonitetne agencije se morajo zavezati, da bodo spremljale kakovost ocen in metodologij ter da bodo delovale pregledno.

Uredba predvideva razkritje modelov agencij, ki jih uporabljajo za izdelavo bonitetnih ocen. Uredba med drugim predlaga tudi obveznost predložitve letnega poročila o preglednosti, ob nespoštovanju zakonodaje pa kazen za agencije, ki je lahko tudi v obliki odvzema licence, in določa pogoje za izdajo bonitetnih ocen. Zaradi konflikta interesov ne bodo smele opravljati svetovalnih storitev in ocenjevati finančnih instrumentov, če ne bodo imele dovolj kakovostnih informacij, na osnovi katerih delijo ocene. Spremeniti se bo morala tudi organizacijske struktura samih agencij, saj uredba predvideva, da agencijo vodijo neodvisni direktorji, v nadzornem svetu pa morajo imeti najmanj tri neodvisne direktorje, katerih osebni prejemki ne smejo biti odvisni od poslovne uspešnosti agencije. Mandat direktorjev bo le enkratno, z maksimalno dobo petih let, poleg tega pa bodo lahko odpuščeni le v primeru kršitev poklicne etike. Eden izmed direktorjev bo moral biti izvedenec za listinjenje in

strukturne finance. S predlogom se bonitetnim agencijam nalaga obveznost, da neselektivno in pravočasno razkrivajo bonitetne ocene, razen če se te razširjajo samo na podlagi naročniškega razmerja. S predlogom se želi vlagateljem omogočiti razlikovanje med bonitetnimi ocenami za strukturirane produkte in tistimi za tradicionalne produkte (podjetniške, državne), tako da vsebuje zahtevo, da je treba uporabljati drugačno bonitetno kategorijo za strukturirane finančne instrumente ali zagotoviti dodatne informacije o njihovih značilnostih tveganja. Cilj take ureditve je visoka kakovost ocen, ki naj bi pripomogle k finančni stabilnosti⁵².

3.6.3. Ureditev in dogajanje v Sloveniji

Decembra 2008 je vlada na seji sprejela stališče do predloga uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o bonitetnih agencijah. Vlada je podprla predlagano ureditev in se zavezala k sprejemu ureditve, ki bo zagotavljala predvidljivo, konkurenčno in zanesljivo ureditev poslovanja bonitetnih agencij in uporabo ocen.

Kot članico EU nas uredba neposredno zavezuje, tako jo bomo primorani upoštevati. Bonitetne agencije so v naši zakonodaji urejene tudi po Zakonu o bančništvu (ZBan-1-NPB3) ter v na podlagi tega zakona sprejetemu Sklepu o priznavanju zunanjih bonitetnih institucij. Najpomembnejši je 142. člen, ki določa možnost uporabe zunanje bonitetne ocene za določitev kreditne kvalitete. Pravi, da banka lahko za določanje kreditne kvalitete posamezne izpostavljenosti uporabi bonitetno oceno, ki jo je izdelala zunanja bonitetna institucija, če je Banka Slovenije to bonitetno institucijo priznala kot primerno za te namene, ali primerna izvozna agencija

52 http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/proposal_sl.pdf.

3.6.4. Globalna rešitev

Ali je mogoče globalno urediti agencije po vsem svetu enako? Potrebno bi bilo ustvariti »igralno polje - playing field«, na katerem bo vsak udeleženec imel možnost sodelovati pod enakimi pogoji. Eatwell in Taylor govorita o ustvarjenju svetovne finančne avtoritete (»World Financial Authority«), ki bi rešila problem neomejenosti finančnega trga.

Je rešitev v vzpostavitvi »globalno priznane statistične ocenjevalne agencije - globally recognized statistical rating organization designation?« To bi bilo zelo drago in praktično nemogoče zaradi težav pri doseganju političnega konsenza in težav pri usklajevanju različnih ureditev trga vrednostnih papirjev po vsem svetu. Boljša rešitev bi bil neodvisni nadzorni odbor, ki bi bil samostojen subjekt z nalogo nadzora bonitetnih agencij, ustvarjanja standardov, opravljanja revizijskih in inšpekcijskih pregledov. Odbor bi spodbujal in olajšal razvoj novih alternativ pri ocenjevanju kreditnega tveganja. Tak odbor bi morali sestavljati neodvisni in visoko usposobljeni strokovnjaki.

Sklep

Bonitetne agencije imajo pomembno vlogo pri ocenjevanju in širjenju informacij o finančnih produktih in o v njih vključenih strukturiranih finančnih instrumentih.

Ocene kreditnega tveganja bi morale služiti zmanjševanju asimetrije informacij med izdajateljem dolžniškega instrumenta in potencialnim investitorjem in biti tretja stranka, ki poda mnenje o solventnosti dolžniškega instrumenta, s čimer povečuje učinkovitost in transparentnost finančnih trgov. Zaradi uporabe simbolov in lestvic, ki so vsem lahko razumljivi, se tako kvalificirani investitorji, kot navadni ljudje, ki želijo denar investirati, opirajo na ocene bonitetnih agencij za odločitve o njihovih investicijskih akcijah.

Toda skozi čas so ocene bonitetnih agencij postale vtakane v zakone, predpise in zasebna pravna razmerja. Bonitetne ocene so osnova za kapitalske zahteve bank in borznih posrednikov, omejujejo svobodo odločanja pokojninskih skladov in drugih skladov finančnega trga. Tako so se agencije iz vloge posredovalk informacij spremenile tudi v vlogo prodajalk licenc za dostop na kapitalski trg.

Poleg informacijske funkcije opravljajo tudi funkcijo regulatorja finančnih trgov s sledečimi dejanji. Merila, ki jih agencija uporabi za ocenjevanje bonitete so v bistvu pravila za dostop do finančnih trgov. Visoka boniteta (naložbeni razred - investment grade ocena) bo omogočila nemoten dostop do najbolj likvidnih kapitalskih trgov, medtem ko bo nizek rating (špekulativne kategorije - speculative grade) določil junk bond status obveznic in dejansko izključil obveznice iz najbolj likvidnih trgov. Rating ima tudi vpliv na stroške zadolževanja, ki bodo najnižji za imetnike najvišje ocene (AAA) in se bodo povečevali, saj ocena označuje višjo stopnjo kreditnega tveganja. Pravila agencij so postala obvezna, čeprav noben ni dolžan imeti ratinga agencije, je težko, oziroma nemogoče izdati finančni instrument in obenem ne imeti ratinga. Finančni trgi po vsem svetu od avgusta 2007 doživljajo veliko krizo zaupanja. Trenutno stanje je rezultat številnih dejavnikov. Bonitetne agencije ne morejo biti same odgovorne za sedanje finančne pretrese, so pa doprinesle velik, po mojem

subjektivnem prepričanju prevelik kamenček v mozaiku, ki sestavlja sliko aktualnega dogajanja na globalnem finančnem trgu.

Ključne napake, ki so jih agencije storile:

- premalo so se pri ocenjevanju strukturiranih produktov izogibale potencialnim nasprotjem interesov ali pa jih niso zadovoljivo obvladovale;
- težave in nekompetentnost ocenjevanja strukturiranih finančnih produktov;
- pomanjkanje kakovosti metodologij za izdajo bonitetnih ocen;
- pomanjkanje preglednosti v dejavnostih bonitetnih agencij;
- počasnost pri odzivu na nove informacije, počasnost pri spreminjanju in prilagajanju bonitetnih ocen;
- bonitetne agencije so se zanašale na nepreverjene informacije, ki so jih posredovali ustvarjalci posojila (loan originator), ki so vedeli, kako lahko vplivajo na modele, ki jih za podelitev ocene uporabljajo agencije;
- bonitetne agencije so za ocenjevanje CDO inštrumentov v veliki meri uporabljale nepreizkušene kvantitativne modele, ki se zelo razlikujejo od metod, ki jih uporabljajo za ocenjevanje kreditnega tveganja posameznih izdajateljev.

Zaradi oligopolistične narave trga ocenjevanja kreditnega tveganja je možnost, da bi konkurenca dvignila kakovost produktov (ocen) nizka.

V statistiki poznamo dva tipa napak, napako tipa I, ki se zgodi, ko zavrremo hipotezo (na primer podjetje je tvegano), ki bi morala biti potrjena, in napako tipa II, ki nastane, ko je hipoteza sprejeta, morala pa bi biti ovržena. Agencije so v preteklosti počele napake tipa I. Imele so preveč zaupanja v podjetja, ki so jih ocenjevala; vse

dokler ni izbruhnila kriza. S podcenjevanjem kreditnega tveganja strukturiranih kreditnih produktov, ki so večinoma nosili veliko tveganje (subprime products), dobivali pa so najvišje bonitetne ocene, so agencije znatno prispevale k nedavnim in še trajajočim pretresom na trgu. Ker so storile mnogo napak tipa I, je sedaj nevarnost, da jih bodo storile mnogo tipa II, kar pomeni, da bodo ugotovile tveganje, čeprav to mogoče ne obstaja. Če so bile prej preveč optimistične, je sedaj možnost, da bodo preveč pesimistične. Vse bolj razširjena uporaba ratingov v zakonodaji postopoma ogroža kakovost kreditov s povečevanjem pojava rating shoppinga, z zniževanjem neodvisnosti agencij in zmanjševanjem spodbud za inovacije in izboljšanje kakovosti ocen.

Kaj je potrebno spremeniti in kaj je že bilo storjeno?

Credit Rating Reform Act, ki ga je leta 2006 sprejel SEC si je postavil tri cilje: odgovornost agencij za podeljene ocene, transparentnost postopka in konkurenčnost v industriji kreditnega tveganja. Ker ima večina agencij sedež v ZDA je ta reforma vplivala tudi na evropski trg in kasnejše regulatorne posege v Evropi in drugod po svetu.

Komisija je ugotovila, da samoregulacija agencij in Kodeks IOSCO, ki nima zavezujoče narave, ne bosta dovolj, ker ne vzpostavljata dovolj učinkovitega sistema delovanja bonitetnih agencij. V letu 2007 in 2008 so tudi agencije same začele s sprejemanjem ukrepov za izboljšanje njihovega delovanja, s posodobitvijo njihovega notranjega upravljanja in operativnih dejavnosti za izboljšanje procesa ocenjevanja, z zmanjševanjem konflikta interesov. Večje spremembe naj bi prinesla Uredba Evropskega parlamenta in Sveta o bonitetnih agencijah, vendar pa nam bo čas pokazal, ali so v njej predlagani ukrepi dovolj in ali so dovolj učinkoviti. Ideja o »single entry point« (eni vstopni točki) za vse agencije, ki želijo delovati na področju EU, se zdi prava, saj je ocena res proizvedena v eni državi članici, a se uporablja na vsem območju EU. Nujen je stalni nadzor, ki bo podprt z zakonskimi sklepi in akti, ter z vzpostavitvijo programa inšpekcij in preiskav in z razvojem standardov za izobraževanje in kvalifikacije njihovih analitikov, povečanje konkurenčnosti in transparentnosti, sprememba sistema NRSRO v ZDA in ugotovitev ali je SEC sploh

primerno regulacijsko telo, glede na razširjeno naravo uporabe ocen v zveznih in državnih zakonodajah, dvig standardov obveznosti poročanja vseh udeležencev trga, izboljšanje pretoka informacij v procesu ocenjevanja kreditnega tveganja. Za popolno odpravo navzkrižja interesov bi bilo potrebno spremeniti poslovni model delovanja bonitetnih agencij, ker je zaračunavanje storitev ocenjevanja izdajateljem samim, namesto naročnikom oziroma potencialnim investitorjem, neverodostojno.

Cilj ukrepov?

Kontrolo nad bonitetno industrijo naj prevzame trg, ki bo sam najbolje uredil stanje. Ker trg take moči nima, lahko intervenira zakonodajna oblast in politika z vzpostavitvijo nadzornega telesa, ki bo nadnacionalno in bo varovalo globalni ali pa vsaj regionalne finančne trge.

Ali trg sploh potrebuje ocenjevalne agencije? Glede na njihovo stoletno zgodovino delovanja bi bil drastičen ukrep ukinitve agencij skoraj nemogoč. Obstajajo alternative ocenjevalnim agencijam, vendar pa ostaja nevarnost, da bi se z množično uporabo alternativnih informacij začeli pojavljati podobni problemi in konflikti.

Vsi smo podvrženi vplivu pristranskih mnenj. Problem se pojavi, kadar takšna mnenja vplivajo na analizo bonitetnih agencij, ki imajo znatno moč na gibljivih trgih, z nagrajevanjem nekaterih in kaznovanjem drugih. Nagrade in kazni, ki jih razdelijo bonitetne agencije, so ogromne in posledice še večje. Če so ocene podeljene objektivno, problema ni, saj se zgodi ravno nasprotno. Zagotovijo se prave spodbude za vse, ki so v procesu sprejemanja tveganj. Toda agencije so storile sistematične napake pri deljenju nagrad in kazni. V preteklosti so dajale spodbude za preveč tveganja; danes dajejo spodbude za premalo, s čimer zastrujejo krizo.

Predlog, ki ga navajam, je izposojen od pristopa v tobačni industriji. Tako, kot mora imeti zavitek cigaret oznako, ki opozarja potrošnika na nevarnosti kajenja, tako bi lahko prisilili agencije, naj opozorijo uporabnike njihovih ratingov na posledice: "Znanstveni dokaz je pokazal, da je ta ocena verjetno škodljiva za vas. Če je ugodna, je verjetno, da so bile prezrte vaše pomanjkljivosti, s čimer boste zadovoljni in

škoduje vam. Če je negativna, vam bo škodila tudi, če si je niste zaslužili." Kot pri cigaretah opozorilo ne zmanjša odvisnosti od kajenja, vsi pa bi se počutili bolje, saj bi si agencije s tem očistile vest, uporabniki pa bi vedeli, v kakšno igro se spuščajo, ko se zanašajo na pomanjkljive ocene, ker nimajo ustreznega znanja in časa za lastno in natančnejše ocenjevanje.

In kakšen je lahko nasvet uporabniku bonitetne ocene?

Delovanje trga in aktivnost udeležencev finančnih trgov je mogoča tudi brez bonitetnih ocen. V tem primeru bi investitorji sami morali oceniti tveganje naložbe, brez pomoči tretje stranke (agencije). Ocenjevanje kreditnih tveganj pri izpostavljenosti dolga finančnih institucij in prek spremljanja uradnih dolgoročnih bonitetnih ocen nepodrejenega dolga institucij, bi moralo biti vedno podprto z natančnim spremljanjem tržnega vrednotenja kreditnega tveganja, bodisi v obliki pribitkov na zahtevane donosnosti do dospelosti bodisi v obliki implicitnih bonitetnih ocen, če se da pa vseh hkrati. Tako si lahko sestavimo celotno in nepopačeno sliko o obsegu kreditnega tveganja, ki se mu izpostavljamo in sprejmemo optimalno investicijsko odločitev.

Ne gre pozabiti na besede angleškega ekonomista J. M. Keynsa, ki je nekoč zapisal:

»Market can stay irrational longer than you can stay solvent«.⁵³

⁵³ Prevod: Trg je lahko neracionalen dlje, kot lahko investitor ostane solventen.

Povzetek

Kapitalski trgi v razvitih državah so ustvarili institucije, katerih naloga je pomoč investitorjem z zagotavljanjem točnih in pravočasnih informacij, ki so jim v pomoč pri investicijskih odločitvah. Te entitete so tako imenovani varovalci trga (ang. gatekeepers) in vključujejo revizorje, bonitetne institucije in finančne analitike. Diplomaska naloga se osredotoča na bonitetne agencije in njihov prispevek k aktualni finančni krizi.

Ocenjevalne agencije so pravne osebe, ki imajo poslanstvo, da kot neodvisna stran preverjajo kreditno sposobnost različnih izdajateljev lastniških ali dolžniških vrednostnih papirjev ter posojilojemalcev in na tej podlagi objavijo svojo oceno sposobnosti izdajateljev vrednostnih papirjev ali posojilojemalcev, da bodo ti redno in v celoti izpolnili vse obveznosti. V diplomski nalogi je najprej predstavljen pojem ocenjevalnih agencij in njihova prisotnost na globalnem trgu, sam proces njihovega dela ter pomen bonitetne ocene za uporabnika in njen vpliv na finančni trg. Prikazane so tudi glavne razlike in podobnosti med bonitetnimi institucijami in ostali varovalci trga.

Drugi in tretji del naloge sta namenjena predstavitvi pravne ureditve bonitetnih agencij in prikazu prispevka bonitetnih agencij k nastanku in širitvi aktualne globalne finančne krize, ki je izbruhnila julija 2007, na trgu drugorazrednih hipotekarnih kreditov v Združenih državah Amerike in se je zaradi visoke medsebojne povezanosti mednarodnih finančnih trgov razširila v svetovno finančno krizo. V drugem delu se naloga dotika vprašanja o smotrnosti pravne ureditve bonitetnih agencij in aktualni regulaciji le-teh s poudarkom na ureditvi v Združenih državah Amerike, kjer imajo agencije svoje korenine in ureditvi v evropskem prostoru. V tretjem delu pa so prikazani tudi regulativni ukrepi, ki se nanašajo na bonitetne agencije, sprejeti po nastanku krize. V tem delu so predstavljena temeljna pereča vprašanja o delovanju agencij, načinu podeljevanja ocen, njihovi odgovornosti in dvojni vlogi, ki jo igrajo, problemu moralnega hazarda in asimetrije informacij.

Abstract

Capital markets in developed nations have devised a set of institutions and actors to help provide investors with the timely, accurate information they need in order to make informed investment decisions. These actors have become known as »financial gatekeepers« and include auditors, credit rating agencies, and financial analysts. This dissertation focuses on the rating agencies and their contribution to the current financial crisis.

Rating agencies are legal entities whose main purpose is to control, as an independent party, the credit worthiness of different issuers of equity and debt securities, and of borrowers. On the basis of their analysis they publish their rating of the capability of issuers or borrowers that these meet all their obligations regularly and entirely. Firstly, the rating agencies and their presence in global markets are presented, followed by an explanation of how they work. Then the dissertation looks at the meaning of the credit rating for the user and its impact on the financial markets. Main differences and similarities between the credit rating agencies and other financial gatekeepers are also accounted for.

The second and the third part of this dissertation dig into the legislation dealing with the rating agencies and show their contribution to the occurrence and spreading of the current global financial crisis. The latter broke out in July 2007 in the subprime mortgage markets in the USA and spread globally due to the highly interrelated international financial markets. The second part touches the question of the mere function of the legislation concerning rating agencies and the actual legislation, paying more attention to the US legislation, where the agencies' formation takes roots in the European space. The third part shows the regulatory measures dealing with the rating agencies that were taken after the beginning of the crisis. In this part, the main hot questions about the functioning of the agencies are presented, along with the way the ratings are given, the agencies' responsibilities and double role they play, and the problem of moral hazard and asymmetric information.

Literatura in viri

Altman, E., Herbert, R.: How Rating Agencies achieve rating stability, *Journal of Banking & Finance*, 44 (1989), str. 909–922.

Altman, E. I., Bharath, S. T.: Credit Ratings and Bis Capital Adequacy Reform Agenda, *Journal of Banking and Finance*, 26(2002), str. 909–921.

Amadou, N. R. Sy.: Rating the rating agencies: Anticipating currency crises or debt crises?, *Journal of Banking & Finance*, 11(2004), str. 2679–2714.

Amato, J., Furfine, C.: Are Credit Ratings procyclical? *Journal of Banking & Finance*, 11 (2004), str. 2845–2867.

Arnoud, B. W., Todd, B., Milbourn, T.: Credit Ratings as Coordination Mechanisms. *Review of Financial Studies*, 19 (2006) 1, str. 81–118.

Basel Committee on Banking Supervision, Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information, Working Papers No. 3 (2000), str. 40.

Boot, W.A., Todd, T., Schmeits, A.: Credit ratings as coordination mechanisms, *Review of Financial studies* 19 (2006) 1, str. 81–118.

Cantor, R.: An introduction to Recent Research on Credit ratings, *Journal of Banking and Finance*, 28 (2004), str. 2565–2573.

Cantor, R., Packer, F.: Differences of Opinion and Selection Bias in the Credit Rating Industry, *Journal of Banking and Finance*, 25, (2001), str. 72–82.

Cranston, R.: Principles of banking Law, Oxford University Press, New York, 2002.

Dittrich, F.: The Credit Rating Industry: Competition and regulation, University of Cologne, 2007.

European Central Bank, Market Dynamics Associated with Credit Ratings. A Literature Review, Occasional Paper Series No. 16 (2004).

Friedman, L. T.: A manifesto for the Fast World, New York Times Magazine, marec 28 (1999), str. 40, 43.

Fabozzi, F. J., Modigliani, F.: Capital Markets. Institutions and Instruments, Prentice-hall, New Jersey; 1992.

Glogovšek, J.: Bančni menedžment, Pivec, Maribor, 2008.

Hill, C.: Rating Agencies Behaving Badly, Conn. Law Review ,1145 (2003) str. 35.

Hill, C.: Regulating the Rating Agencies, Washington University Law Quarterly, 82 (2004) str. 43.

Howell, E.: The Role of Credit Rating Agencies in the Establishment of Capital Standards for Financial Institutions in a Global Economy, in Regulating financial services and markets in the 21st century, Hart Publishing, 2001, str. 41–64.

Kandrič, E.: Specialistično delo: Pomen postopkov zunanje revizije za delovanje posloводства podjetja; Ekonomska fakulteta, Univerza v Ljubljani, Ljubljana, 2002, str. 12.

Klein, A.: Credit Raters Power Leads to Abuses, Some Borrowers Say, Washington Post, 10 (2004), str. A01.

Kleindienst, R.: Mednarodna finančna kriza in moralni hazard, Pravna praksa 27 (2008) 57, str. 36.

Kliger, D., Oded, H. S. 2000: The Information Value of Bond Ratings, *Journal of Finance*, 55 (2000) 6, str. 2879–2902.

Kovač, S.: Rating agencije in verodostojnost rating ocen, *Bančni vestnik*, 51 (2008) 11, str. 7–9.

Lampe, S.: Rating od A do Ž, *Bančni vestnik*, 56 (2007) 6, str. 39–46.

Lampe, S.: Devet korakov za pridobitev ratinga banke, *Bančni vestnik* 57 (2008) 3, str. 39–46.

Leland, H., Pyle, E.: Informational Assymetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *Journal of Finance*, Berkley, 52 (1997), str. 371–373.

Macey, J. R.: A Pox on Both Your Houses: Enron, Sarbanes-Oxley, and the Debate Concerning the Relative Efficacy of Mandatory Rules versus Enabling Rules, *Washington University Law Quarterly* 81, 2 (2003), str. 329–355.

Micu, M., Reolona, M., Wooldridge, P.: The price impact of rating announcements: Which announcements matter?, *BIS working papers* 207, 2006.

Mrak, M.: *Mednarodne finance*, *Gospodarski Vestnik*, Ljubljana, 2002.

Mrak, M.: Poor performance of rating agencies and current financial crisis, *Bančni vestnik* 57 (2008) 11, str. 30–33.

Mrak, M.: Mednarodne finančne krize in banke, *Bančni vestnik* 56 (2007) 11, str. 1.

Mramor, D.: *Slovar poslovno-finančnih izrazov*, *Gospodarski vestnik*, Ljubljana, 1999.

Norden, L., Weber, M.: Informational Efficiency of Credit Default Swap and Stock

Markets: the Impact of Credit Rating Announcements, *Journal of Banking & Finance*, 28 (2004) 11, str. 2813–2843.

Polanič, M.: Krivda za finančno krizo tudi v ratingovskih agencijah, *Dnevnik* 58(2008).140, str. 21.

Partnoy, F.: The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies, *Washington University Law Quarterly* 77, 3, (1999) str. 619, 658, 712.

Partnoy, F.: *Infectious Greed: How Deceit and Risk Corrupted the Financial Markets*. Henry Holt/Times Books, New York; 2003.

Partnoy, F.: *Enron and the Derivatives World*, Thomson-Foundation Press, New York, 2004, str. 169–186.

Partnoy, F.: How and why Credit Rating Agencies are not like other Gatekeepers, *Research Paper 07-46*, University of San Diego, 2006, str. 66–75.

Partnoy, F.: Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee, *Boston University Law Review*, 84 (2004) str. 365–375.

Partnoy, F.: *The paradox of Credit Ratings*, Kluwer Academic Publishers, Norwell, 2002, str. 65–84.

Pavlič, D.: Realnost krize: hipotekarna finančna kriza, ki se je še lani septembra zdela kot precej oddaljen in specifičen problem ameriških bank, se je v enem letu kot finančni virus globoko zažrla tudi v evropske finančne trge, *Kapital* 18 (2008) 454, str. 73.

Rhodes, A. K.: The Role of the SEC in the Regulation of the Rating Agencies: Well-placed Reliance of Free-Market Interference?, *Seton Hall Legislation Journal*, 293, (1996), str. 323.

Saje, J.: Slovenske banke in mednarodna finančna kriza, Bančni vestnik 57 (2008) 1/2, str. 1.

Schwarz, S.: Private Ordering of Public Markets: the Rating Agency Paradox, Law Review 1, University of Illinois (2002) str. 24.

SEC Report on the role and function of Credit Rating Agencies in the operation of the Securities Market, 2003, str. 28.

Squalli, J.: An examination of European growth competitiveness, Economic and business review 9 (2007) 2, str. 127–146.

Sušnik, S.: Magistrsko delo: Prihodnost mednarodne regulative kapitalske ustreznosti bank, Ljubljana, 2001.

Štiblar, F.: Uticaj globalne krize na Crnu Goru i Zapadni Balkan, Podgorica, 2009.

Štiblar, F.: Mednarodni rating Slovenije kot podlaga za rating njenih bank, Bančni vestnik, Ljubljana, 49 (2000b)1, str. 7–11.

Štiblar, F.: Mednarodni rating slovenskih bank, Bančni vestnik, Ljubljana, 49 (2000c) 12, str. 6–11.

Štiblar, F.: Globalna kriza in Slovenija, Gospodarska gibanja, EIPF, 406, 2008, Ljubljana, junij 2008.

Tavakoli, J. M.: Collateralized Debt Obligations and Structured Finance: New Developments in Cash and Synthetic Securitization, John Wiley & Sons, New York, 2003.

The Economist: Trapped, The Economist Newspaper limited, št. 8616, London, 31. 1. 2009, str. 66.

The Economist: The audacity of hope, The Economist Newspaper limited, št. 8627, London, 18. 4. 2009, str. 71.

The Economist: Growing insecurities, The Economist Newspaper limited, št. 8625, London, 4. 4. 2009, str. 68.

The Economist: Basel brush, The Economist Newspaper limited, št. 8614, London, 17. 1. 2009, str. 74.

Vukovič, D.: Izmenjavanje mnenj o računovodskih postavkah med zunanjimi revizorji in poslovodniki, Revizor, 16 (2006), str. 49–65.

Zakon o Bančništvu (ZBan), Uradni list RS, št. 109/08.

Zakona o Banki Sloveniji (ZBS), Uradni list RS, št. 72/06.

Svetovni splet

Fitch Rating Definitions

http://www.fitchratings.com/corporate/fitchResources.cfm?detail=1&rd_file=intro
(29.1.09)

Code of conduct fundamentals for CRAs (Kodeks osnovnih načel ravnanja za bonitetne agencije)(različica, popravljena maja 2008)

<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf>.(25.2.09)

Chung, J.: SEC crackdown on credit rating agencies

<http://www.ft.com/cms/s/0/280f7a70-bd87-11dd-bba1-0000779fd18c.html> (30.1.09)

Credit Rating Agencies - globally

http://www.defaultrisk.com/rating_agencies.htm (15.1.09)

ECB (European Central Bank): Market Dynamics Associated with Credit Ratings: a

literature review, Occasional Paper Series No. 16 (June 2004):

<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp16.pdf>.(27.3.09)

E.U. Parliament Committee on Economic and Monetary Affairs, Rapporteur G. Katiforis, Report on Role and Methods of Credit Rating Agencies, A5-0040/2004 (January 29, 2004) (the “E.U. Parliament Report”)

<http://www2.europarl.eu.int/omk> (23.4.09)

Micu, M., Remolona, M., Wooldridge, P.: The Price Impact of Rating Announcements: which Announcements Matter?, BIS Working Papers No. 207 (2006):<http://www.bis.org/publ/work207.pdf> (30.1.09)

Seven Credit Rating Agencies Register with SEC as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations

<http://www.sec.gov/news/press/2007/2007-199.htm> (30.1.09)

Report of the FSF on Enhancing Market and Institutional Resilience (Poročilo FSF o krepitviodpornosti trga in institucij), 7. april 2008,

http://www.fsforum.org/publications/r_0804.pdf. (20.2.09)

Rubin, S.: EU odgovor na Basel

www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp?DatotekaId=496 (15.3.09)

Securities and Exchange Commission: Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets” January

www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf (15.2.09)

Seven Credit Rating Agencies Register with SEC as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations

<http://www.sec.gov/news/press/2007/2007-199.htm> (30.1.09)

Speech by SEC Chairman:Statement at Open Meeting on Credit Rating Agency Reforms,www.sec.gov/news/speech/2008/spch120308cc.htm (20.3.09)

Understanding Moody's Corporate Bond, Ratings And Rating Process

<http://www.moody's.com/moodys/cust/research/MDCdocs/06/2001400000389218.pdf?frameOfRef=corporate> (18.1.09)

<http://journalism.nyu.edu/pubzone/ber/2007/10/23/rating-game/print/> (15.3.09)

<http://www.sec.gov/rules/final/2009/34-59342.pdf> (30.1.09)

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/proposal_sl.pdf
(12.02.09)

<http://www.a-tvp.si/content.asp?idm=20> (12.2.09)

<http://www.moody's.com/moodys/cust/AboutMoody's/AboutMoody's.aspx?topic=history> (28.1.09)

<http://knowledge.wharton.upenn.edu/article.cfm?articleid=2112> (15.2.09)

<http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=3157> (28.4.09)

<http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=3157> (28.4.09)

<http://www.bsi.si/poslovanje-bank-in-podjetij-r.asp?MapaId=846> (20.3.09)

<http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=DD:06:04:32003L0006:SL:PDF> (2.5.09)

<http://www2.standardandpoors.com/servlet/Satellite?pagename=sp/Page/FixedIncomeRatingsCriteriaPg&r=1&l=EN&b=2&s=21&ig=2&ft=24> (14.4.09)

<http://ssrn.com/abstract=900257> (15.4.09)

International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, A Revised Framework (June 2004)

<http://www.bis.org/publ/bcbs107.pdf>. (15.4.09)

Report of the FSF on Enhancing Market and Institutional Resilience (Poročilo FSF o krepitevi odpornosti trga in institucij), 7. april 2008,

http://www.fsforum.org/publications/r_0804.pdf. (23.4.09)