

OTDK-DOLGOZAT

Almási Attila

BA

2013

A Hitelminősítők Szepe az USA 2007-es Ingatlanpiaci Válságában.

The role of credit rating agencies in the U.S. 2007 real estate market crisis.

Almási Attila

Kézirat lezárva: 2012. december 11.

Tartalom

Előszó	5
A Dereguláció hatása	6
A SEC jelentések a hitelminősítőkről	11
<i>Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies - UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION July 2008/</i>	11
A SEC jogai a törvény értelmében	14
Az RMBS és CDO-k hitelminősítésének meghatározása.....	14
I. A jelentés rávilágított, hogy 2002-ben a megnövekedett és komplexebbé vált „RMBS” és „CDO” piaccal néhány hitelminősítő nem bírt lépését tartani.	16
II. Jelentős szempont volt, hogy a hitelminősítések nem mindig voltak nyilvánosak.	17
III. Az „RMBS” és „CDO” minősítések kapcsán az alapelveknek és eljárásoknak jobban dokumentálnak kell lenni.....	18
IV. A hitelminősítők végrehajtják az új eljárásokat a részükre benyújtott információk figyelembevételével.....	19
V. A hitelminősítő intézetek nem mindig dokumentálják a jelentős lépéseket a minősítési folyamatban, valamint nem mindig dokumentálják a jelentős részeit minősítési folyamatnak	19
VI. A felügyeleti folyamatok a hitelminősítőknél kevésbé robosztusnak kell lenni, mint a minősítési folyamat elején.	20
VII. Az azonosított kérdések az összeférhetetlenség kezelése és ennek javítása érdekében.	21
VIII. Belső ellenőrzési folyamatok	22
A SEC Office of Economic Analysis (Gazdasági Elemző hivatal) megfigyelése.	22
Érdekellentétek	23
Az tényszerű összefoglalása az RMBS-ek értékelési folyamatának.	23
Kockázati tényezők.....	24
Korábbi adatok felhasználása	25
Minősítések felügyelete	Hiba! A könyvjelző nem létezik.
Tényszerű összefoglalója a CDO-k minősítési folyamatának.....	25
<i>2011 SUMMARY REPORT OF COMMISSION STAFF'S EXAMINATIONS OF EACH NATIONALLY RECOGNIZED STATISTICAL RATING ORGANIZATION</i> 2011. évi SEC összefoglaló jelentés az összes NRSRO tagról	26
2010 DODD-FRANK ACT.....	27
Éves Felülvizsgálatok	28
Általános Észrevételek	30

Törvényes felülvizsgálati területek.....	30
1. Az üzletvezetés összhangban van-e a politikákkal, procedúrákkal és metódusokkal.	30
2. Összeférhetetlenség	31
3. Etikai politikák	31
4. Belső felügyeleti ellenőrzés	32
5. Irányítás	32
6. Kijelölt megfelelési tiszt tevékenysége (Designated Compliance Officer).....	32
7. Panaszok	33
8. Foglalkozás politika.....	33
Összegzés	34
Megoldási Lehetőségek.....	34
1. Jogi szabályozási lehetőségek	34
2. SEC aktív felügyelet.....	34
3. Az átruházott SEC jogok visszavétele.....	35
4. Régiós minősítők létrehozása	35
5. A pénzügyi modell megváltoztatása.....	35
Európai Unió hitelminősítő szervezet lehetősége.....	35
EU hitelminősítők joga.....	36
Jogi szabályozás és EU ellenőrzési jog	36

Előszó

The Moody's, a Fitch Ratings, és a Standard and Poor's. Más néven a The Big Three. A világ három legnagyobb hitelminősítője! De kik is ők, hogy akiknek szavára nem csak a Wall Street-i brókerek, a nagy bankok igazgatói, az alapkezelők igazgatótanácsa, de még az Egyesült Államok Elnöke is figyel. Szerepük megkerülhetetlennek látszik, döntéseik vállalatok, városok, országok, de akár régiók sorsára is kihat. Hogyan jöttek létre, ki irányítja, mi a szerepük a világgazdaságban, milyen módszerek alapján dolgoznak, és legfőbbképpen ki fizeti őket.

Ma a világban a közgazdászok, és gazdasági szakembereken kívül nem sokan tudják, hogy mi is az a hitelminősítés, hogy kik is azok a hitelminősítők. Mi a szerepük van a világgazdaságban és mik motiválják őket. De hogy ezeket megértsük, először lássuk mit is értünk hitelminősítő intézet és hitelminősítés alatt.

Hitelminősítő intézetek: A hitelminősítő intézetek olyan cégek, amelyek független véleményt adnak ki vállalatok, városok, országok kormányainak hitelképességéről, egyéb pénzügyi eszközök teljesítési kockázatáról. Arról, hogy az adott szervezet mennyire képes arra, hogy az általa felvett vagy felvenni kívánt kölcsönt vissza tudja-e fizetni, valamint a pénzügyi eszköznek mekkora a kockázata.

Hitelminősítés: Olyan kockázat számítási mód eredménye, ami alapján a minősített szervezet vagy pénzügyi eszköz az adott hitelminősítő cég rendszerében minősítést vagy osztályzatot kap.

A Dereguláció hatása

2008. szeptember 15.-én a Lehman Brothers, a világ negyedik legnagyobb befektetési bankja, összeomlott, fizetéseképtelenné vált. Ezzel elindítva a jelenleg regnáló világgazdasági modell agóniáját. A „láthatatlan kéz”, a dereguláció, a korlátlan multiplikáció és az 1970 óta működő neoliberális gazdasági rend ezzel megbukott!

Látnunk kell, hogy a rendszer nem omolhat össze egyetlen bank rossz döntései miatt. Az 1970-től a pénzügyi lobbiz az Egyesült Államokban sikeresen tudta érvényesíteni a szektor kívánalmait. A folyamatos dereguláció fokozatosan építette le az állam ellenőrző szerepét, és csupán a megfigyelő szerepére kárhóztatta az állami szerveket. A deregulációs lobbiz első komoly sikere az volt, mikor Richard Nixon az Egyesült Államok 37. elnöke 1971. augusztus 15. én bejelentette, hogy megszüntette az U.S. Dollár aranyra válthatóságát. Innentől kezdve megindult a korlátlan multiplikáció lehetősége, majd ezt követte az OPEC tagok 1973-as olaj embargója az Izraeli-Egyiptomi háború idején. Ez megteremtette annak lehetőségét, hogy kihagyhatatlan tényezőként befolyásolják a nyersolaj árát, és ezzel mesterségesen „üzemanyagot” adva a spekulációs tőkének. Valamint ami a hitelminősítőket illeti, 1970-től fokozatosan bevezették a kibocsájtó/minősítést kérő fizet modellt. Amit majd, mint látjuk a legnagyobb probléma a minősítők esetében.

Az 1929-től 1933-ig tartó, Nagy Gazdasági Világválság után közel 40 évig virágzott az amerikai gazdaság, a pénzügyi szektor szigorú ellenőrzés alatt állt, amit az 1929-es tőzsdei krach után megalkotott Glass–Steagall törvény garantált. Ennek a törvénynek a feladata a bankszektor kettéosztása volt. Megalakultak a kereskedelmi és befektetési bankok. A kereskedelmi bankok többnyire helyi, városi vagy állami bankok voltak, akiknek megtiltották, hogy a betétesek pénzével spekuláljanak, kockázatos befektetésekbe helyezték a tőkét. A befektetési bankok, kisebb magán társaságok voltak, akik az alaptőkét a saját vagyonukból fedezték. 1980-tól a befektetési bankok nyilvános bankokká váltak és az 1981-től a Reagan kormány által lett elindítva a már 30 éve tartó dereguláció folyamat, aminek az eredmény az lett, hogy 1982-től a törvény lehetővé tette a hitel és takarékbankok számára, hogy kövessék az akkor már aktívan működő árnyék bankok politikáját. Lehetővé vált a pénzzel való spekuláció lehetősége.

A 1930-as világválság után az állam szigorú ellenőrző, felügyelő szerepét fokozatosan leépítették. Az első modernkori válság 1990 évek végén jelent meg, ami az internetbuborék kirobbanásával járt 2001-ben. A befektetési bankok végül 5 billió dolláros veszteséget termeltek. Az 1990-es évektől kezdve a dereguláció és technika fejlődése, komplex pénzügyi termékeket hoztak létre, amiket derivatíváknak nevezünk. Ezek igen instabil és kiszámíthatatlan termékek

voltak.¹ Ezen derivatívák ellepték a kötvény piacokat, amiken keresztül gyakorlatilag a bankok mindenre spekulálhattak. Kezdve az olaj árváltozásától, egy cég profit növekedéséig, mindenre fogadhattak. Ez a felduzzadt piac, végül 1990-es évek végére közel 33 billió dollárra volt tehető. Ez az összeg közel 20% nagyobb volt, mint 1990-ben.² Bár 1998 májusában megpróbálták szabályozni a piacot, de a *Commodity Futures Trading Commission* (árutőzsde és határidős kereskedelmi felügyelet)-t végül leállították, mivel, május 7.-én a Pénzügyminiszter, a FED és SEC vezetője közös nyilatkozatban álltak ki a deregulációs politika mellett.³ A folyamat következő fontos állomás az volt, amikor 2000. december 14.-én a szenátus a pénzügyi lobbij nyomására elfogadott egy törvényt, (Az árucikkek határidős piacát modernizáló törvényt) ami kimondottan megtiltotta a derivatívák szabályozását.⁴ Ezzel elhárult minden akadály a spekulációs lehetőségek előtt. A derivatívák robbanásszerű fejlődése megindult. Az értékpapírosítás lett az új kor fekete aranya.

De milyen derivatívákról beszélünk? A 2000-es évek óta nem látott mélységben volt a FED alapkamata, 3-1% között. Tehát mindenki olcsón, szinte mindenfajta kötelezettség nélkül jutott hitelhez. A kereskedelmi, illetve hitelbankok számolatlanul adtak kölcsönt mindenre. Ingatlanra, autóra, luxuscikkekre, diákhitelre vagy jövedelemigazolás nélkül adtak hitelkártyákat.

A kölcsönt nyújtó eladta a tartozását a befektetési banknak, aki több száz vagy ezer ilyen tartozást (ingatlan hitel, gépjármű hitelt, vállalati hitelt vagy hitelkártya hitelt) derivatívakká alakította. És megalakult a spekulációs pokolgép, amit CDO-nak (Collateralized Debt Obligation-nek, magyarul Biztosítékkal Védett Tartozásnak) neveztek el. Ezeket *Warren Buffet* egyszer tömegpusztító fegyvereknek nevezte. Ezzel együtt 2000-től 2006-ig megugrott az alacsony minőségű hitelek aránya az ingatlan hitelezés piacán⁵.

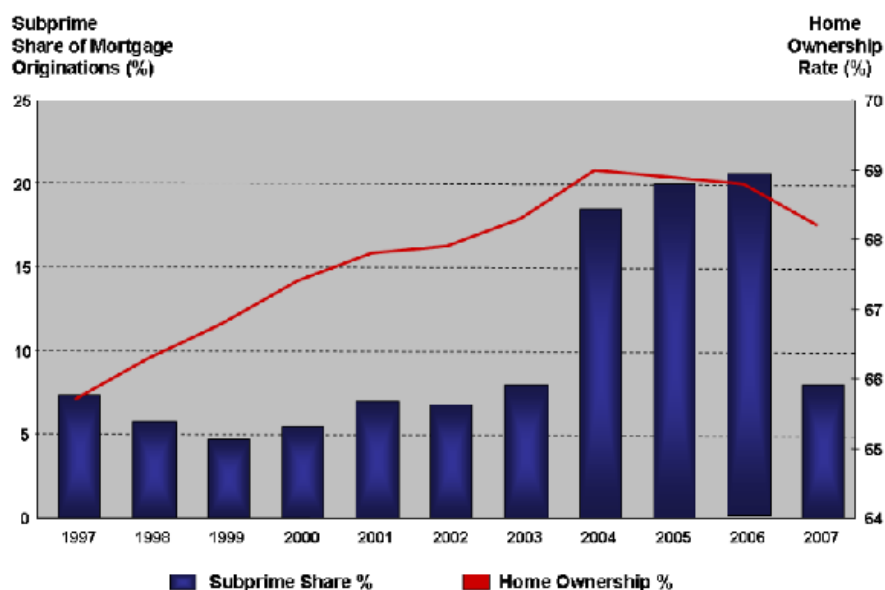
¹ <http://www.bloomberg.com/news/2011-10-18/bofa-said-to-split-regulators-over-moving-merrill-derivatives-to-bank-unit.html> (2012.12.29.)

² <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1999/19990319.htm> (2012.08.11.)

³ [http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-docs/1998-05-07%20Joint%20Statement%20by%20Treasury%20Secretary%20Rubin,%20Federal%20Reserve%20Board%20Chairman%20Greenspan,%20and%20SEC%20Chairman%20Levitt%20\(Treasury%20press%20release\).pdf](http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-docs/1998-05-07%20Joint%20Statement%20by%20Treasury%20Secretary%20Rubin,%20Federal%20Reserve%20Board%20Chairman%20Greenspan,%20and%20SEC%20Chairman%20Levitt%20(Treasury%20press%20release).pdf) (2012.07.11.)

⁴ <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrrulesandstatutoryauthority/documents/file/ogchr5660.pdf> (2012.07.12.)

⁵ DANIELLE DiMARTINO and JHON V. DUCA: The Rise and Fall of Subprime Mortgages. pp. 4. <http://dallasfed.org/assets/documents/research/eclett/2007/el0711.pdf> (2012.07.12.)

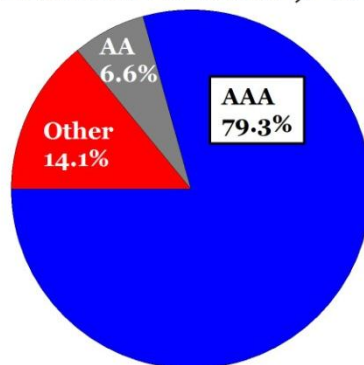


Sources: U.S. Census Bureau; Harvard University- State of the Nation's Housing Report 2008

Amint a grafikonon látszik, 2004-től 2006-ig a teljes jelzálog alapú lakáscélú hitelek esetében szinte csak másodlagos jelzálog piaci hitelek, alacsony minőségű hitelek lettek kihelyezve. A befektetési bankok, mivel látták, hogy ez kiváló pénz multiplikációs lehetőség, ők is elkezdtek hiteleket felvenni, hogy további üzemanyagot, jelzálogokat vásároljanak a CDO-khoz. Ehhez a bankok a saját tőke áttételi arányát a többszörösére emelték. Amit a SEC 2004-ben engedélyezett számukra, nyilvánvalóan a lobbisegítségével. Mivel ilyen alacsony minőségű hiteleket is egyberaktak jó minőségű hitelekkel, könnyen megkapták az AAA minősítést, a hitel minősítőktől.

Itt kerülnek képbe a hitelminősítők. A hitelminősítők attól eltekintve, hogy azok mögött is magánbefektetők állnak, érdekelté váltak a minél több és lehetőleg minél magasabb minősítésű eszközök minősítésében. Ezek a pénzügyi eszközök, amik végül is a jelenlegi gazdasági rendvesztést okozták, az ingatlan piaci kötvények vagy hitelek csoportja volt. Ezek voltak a RMBS (Residential Mortgage Backed Securities) vagy lakossági jelzálog fedezetű értékpapírok és a CDO-k. A hitelminősítők 2000-2006-ig szinte feldolgozhatatlan mennyiségű RMBS-t és CDO-t minősítettek, bár a bevételek 2/3-át a pénzügyi tanácsadás adta, így is a *Moody's* 2000-2004-ig négyszeresére növelte a CDO-k minősítéséből a profitját. 600 millióról 2,2 milliárd dollárra növelte a bevételt. Az addig minimális számban kiadott AAA (legjobb adósság besorolás) minősítések, amiből 2000-ben csak 2500 volt a piacon, addig ez a szám 2004-re közel 4000-re emelkedett.

Average Subprime MBS Tranche Shares, 2006



Source: Federal Reserve

Mint a diagramon látszik, 2006-ra a másodlagos jelzálog fedezetű értékpapírok közel 80%-a kapott AAA, vagyis a legjobb minősítést. Ugyan ilyen minősítést kapott azonos időben az Egyesült Államok állampapírai is.

Ezeket a CDO-at és RMBS-eket, aztán a hitelminősítők segítségével tovább értékesítették a befektetőknek. Mivel ezek sokszor AAA minősítést kaptak, a nyugdíjalapok is bevásároltak belőle, mert őket kötötte az alapszabályuk, hogy csak biztos befektetést választhatnak, és hittek, megbíztak a három nagy hitelminősítőben. Lévén nem is volt más a piacon. A válságot vizsgáló Egyesült Államok szenátusának bizottsága előtt *Eric Kolochinsky*, aki a *Moody's* egykori vezetője volt, azt vallotta, hogy a nyereség növelése mindennél fontosabb cél volt. A minősítést kérő befektetési bankok ezt tudták, és folyamatosan nyomás alatt tartották a minősítőket. Nem várták meg a végleges minősítéseket, hanem előzetes adatok alapján már értékesíteni akarták az értékpapírokat. Ugyanezen bizottság előtt a három nagy hitelminősítő vezetője, közte a *Moody's* többségi tulajdonosa is vallomást tett, bár vonakodott elmenni a bizottság elé. Ott a tulajdonosok és vezetők azt mondták, hogy ha ők valamilyen strukturált értékpapírra AAA minősítést adtak, akkor az csak az ők személyes véleményét tükrözte, nem szólt a vételár relativitásáról, a befektetésre való alkalmasságról. Továbbá kijelentették, hogy nem látták előre az ingatlanpiaci buborékot. Nem voltak szerintük látható jelei ennek. Sőt *Warren Buffet*, aki a bizottsági meghallgatás idején még a *Moody's* 20%-át birtokolta, azt állította, hogy még ő sem látta előre a buborékot, és nem használta fel az információkat, mit a *Moody's* többségi tulajdonosa.

Tehát a hitelminősítők a SEC-től hallgatólagosan megkapott jogokat helytelenül használták. Bár megvolt a lehetőségük, hogy élve a minősítés kizárólagos jogával megakadályozzák, hogy alkalmatlan, vagy túlzottan kockázatos befektetések áraszkodjanak el a kötvénypiacot, ennek pont az ellenkezőjét tették. A pénzügyi „bombák” (RMBS, CDO) ellepték a kötvény piacokat, így a világ minden pontjára eljutottak, megfertőzve az érintett bankok, befektetési alapok, nyugdíj pénzáruk portfólióját.

Ez a gazdasági és pénzügyi modell eleve csődre volt ítélve, csupán azoknak sikerült belőle a beígért hozamot realizálni, akik megalkották, minősítették, vagy eleve a bukására spekuláltak.

A válság kirobbanás után a világ kormányai komoly vizsgálatokat folytattak le, több esetben törvényeket hoztak. Ahogy az Európai Parlament és az Egyesült Államok is. Ezek közül most a hitelminősítőkről szóló U.S. SEC vizsgálati jelentéseket veszem górcső alá. Rávilágítva, a hitelminősítők elkövetett hibáira és a megoldási lehetőségeikre. Feltéve a kérdést, hogy a regulációs folyamat bár elindult, be lesz-e fejezve, vagy csupán átmeneti állapot jön létre, amíg a piac megnyugszik, fenn tartják-e az érzékeny status que-t.

A SEC jelentések a hitelminősítőkről

A következő jelentés 2008 júliusában készült, és kimondottan a három nagy hitelminősítő tevékenységét illetve a 2007-ben elfogadott új törvény eredményeit és annak betartását ellenőrizte.

/Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies - UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION July 2008/

2008 augusztusában az Amerika Egyesült Államok Tőzsdefelügyelete /Securities and Exchange Commission, SEC./ vizsgálatot kezdeményezett három hitelminősítő intézetnél. Név szerint a *Fitch Ratings, Ltd. ("Fitch")*, *Moody's Investor Services, Inc. ("Moody's")* and *Standard & Poor's Ratings Services ("S&P")*-nél, hogy megvizsgálják a másodlagos jelzálog piacon bekövetkezett zavarokban a szerepüket. Ezen cégeket a Bizottság nyilvántartásba vette a Nemzeti Nyilvántartott Statisztikai Elemző Szervezet /*Nationally Recognized Statistical Rating Organizations „NRSRO”*/ 2007 szeptemberében. A vizsgálatok hangsúlya a hitelminősítő intézetek tevékenysége a másodlagos jelzálog fedezeti értékpapírok /subprime residential mortgage-backed securities “RMBS”/ és /biztosítékkal védett tartozások/ collateralized debt obligations, „CDO's”/ kapcsolódó másodlagos lakossági jelzálog-fedezetű értékpapírok. A vizsgálatok célja az volt, hogy megértsék, a hitelminősítő intézetek hogyan dolgoznak a „RMBS” és „CDO” vizsgálatokkor.

Ez a jelentés rávilágított, hogy a hitelminősítők, különböző alapelvek, eljárások, módok alapján és különböző kérdések útján vizsgálják a minősítés kérő eszközöket. Többek között:

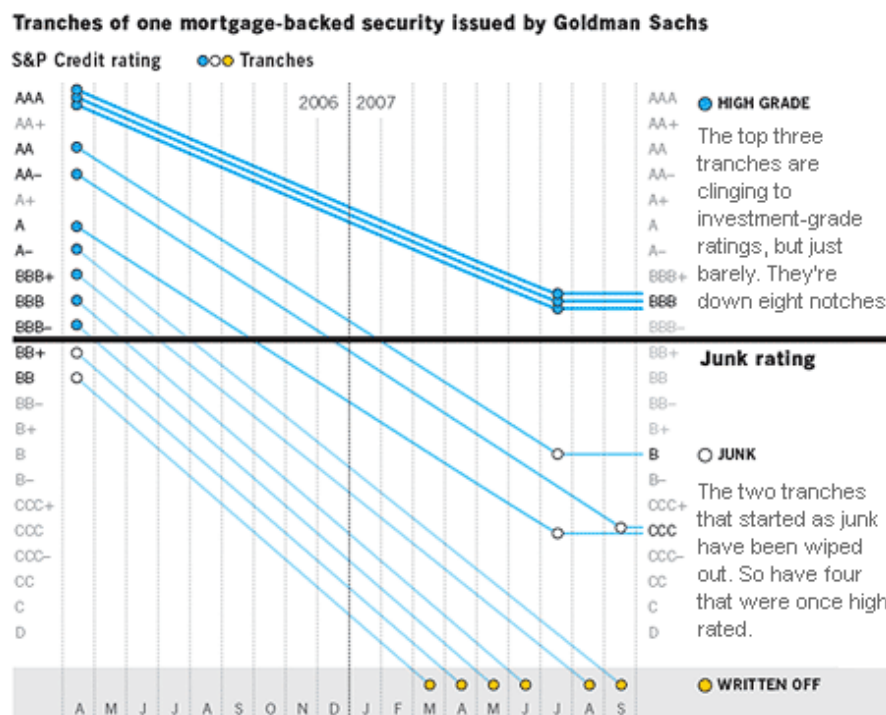
- I. A jelentés rávilágított, hogy 2002-ben a megnövekedett és komplexebbé vált „RMBS” és „CDO” piaccal néhány hitelminősítő nem bírt lépését tartani.
- II. Jelentős szempont volt, hogy a hitelminősítések nem mindig voltak nyilvánosak.
- III. Az „RMBS” és „CDO” minősítések kapcsán az alapelveknek és eljárásoknak jobban dokumentáltaknak kell lenni.
- IV. A hitelminősítők végrehajtják az új eljárásokat a részükre benyújtott információk figyelembevételével.
- V. A hitelminősítő intézetek nem mindig dokumentálják a jelentős lépéseket a minősítési folyamatban, valamint nem mindig dokumentálják a jelentős részeit minősítési folyamatnak.

- VI. A minősítés utáni felügyeleti folyamannak, amit a hitelminősítők használnak, kevésbé robusztusnak kell lenni, mint a kezdeti minősítéskor.
- VII. Amint a hitelminősítők menedzsmentje azonosítja a problémás pontokat, fejlesztéseket kell végrehajtaniuk a belső ellenőrzés folyamatában.

A tőzsdefelügyelet jelentésében rávilágított, hogy a három felsorolt hitelminősítő intézet, az alkalmazott minősítési eljárásokat felülvizsgálta másodlagos jelzálogpiaci értékpapírok „subprime RMBS” és „CDO” esetén. Itt a felügyelet megállapította, hogy a hitelminősítők milyen összeférhetetlen módon alkalmazták a vizsgálatokat és szükség van a jobb átláthatóságra.

A három nagy hitelminősítő intézetnél a SEC, Gazdasági Elemző Hivatala felülvizsgálta az alkalmazott eljárásokat az RMBS és CDO-k tekintetében. A SEC vizsgálatának célja az volt, hogy, betekintést nyerjenek, milyen összeférhetlenség van fent nevezett derivatívák tekintetében, valamint a cégek milyen minősítési módszereket alkalmaznak, milyen összeférhetlenségi kockázatok szerepelnek a minősítési folyamatban. A jelentés rávilágított arra, hogy nincs biztosítva az átláthatóság a minősítés folyamatában és részben az átláthatóság okozta a zavarokat, téves eredményeket az RMBS és CDO-k tekintetében.

A 2007-ben bekövetkezett másodlagos jelzálogpiaci válság a rossz, alacsony minőségű RMBS és CDO-k jelentős számának emelkedés is okozta. Ezen értékpapírok eredménye tovább romlott, amiben a három nagy hitelminősítő hirtelen megugrott aktivitása is szerepet játszott ezen értékpapírok felülvizsgálati minősítése során. Úgy hogy ezen papírokat ők maguk minősítették az induló szintre. Példaként lehet említeni, hogy a Goldman Sachs 2006 nyarán értékesített MBS-ei 2007 őszére 50%-ban lenullázódtak, és egy sem tartotta meg még A- minősítést sem.



Forrás: Deutsche Bank Trustee report

A hitelminősítő intézetek teljesítmény értékelése, strukturális és pénzügyi kérdéseket vet fel a minősítés pontosságát, illetve az integritás egészére nézve.

Most nézzük, hogy a SEC milyen területeket vizsgált az *S&P*, a *Fitch* és *Moody's* hitelminősítőknél 2007. augusztus 31.-től a másodlagos RMBS és CDO-k tekintetében.

- NRSRO értékelés politikájának, eljárásának és gyakorlatainak megértése. Értékelése a minősítési modelleknek, módszereknek, kritériumoknak és protokolloknak.
- Az NRSRO által használt minősítési folyamatok és metódusok megfelelnek-e a nyilvánosságra hozatal követelményeinek.
- Az NRSRO eleget tett-e a folyamatos felügyeleti politikának és eljárásoknak. A minősítési politikáknak és a kezdeti értékeléseknek.
- Az NRSRO hatékonyságát az összeférhetlenségi eljárások tekintetében. Hogy indokolatlanul befolyásolták-e a piacokat.

A vizsgálat magában foglalta, hogy a vizsgált hitelminősítők politikájában és eljárásaikban fellelhető pontatlan, hibás eredményeket fel kell ismerniük, és tudniuk kell kezelni.

A jelentés a 2004 – 2008 közötti időszakot vizsgálta. A hitelminősítőknél interjúkat végeztek az vezetők, középvezetők, elemzők – értékelők és könnyvizsgálók között. A SEC nagy mennyiségben ellenőrzött belső adatokat, feljegyzéseket és a minősítéssel kapcsolatos dokumentumokat. Valamint egyes RMBS és CDO-k szerződéseit, belső auditjait, jegyzeteit és nagy mennyiségű e-mail kommunikációit.

2006. szeptember 29.-én megszületett a Hitelminősítő intézeti reform törvény /*Rating Agency Reform Act*/, ami az 1934-es SEC törvényt egészítette ki a 15 (E) szakaszokkal. Ez határozott arról, hogy minden olyan szervezet, amely hitelminősítést akar kiadni, kötelező jelleggel a megalakított NRSRO tagjának kell lenni. A tagoknak a SEC felé pénzügyi jelentést kell évente benyújtani, valamint a törvény a SEC-et felhatalmazza, hogy beszámolási jogot és felügyeleti jogot gyakoroljon az NRSRO felett. Ami mindenképpen előrelépés volt az eddigi deregulációs lépésekhez képest, de nem hozott átütő erőt. De talán a legfontosabb jog az lett, hogy a SEC megtilthatta az NRSRO-nak, mely eljárásokat és módszereket nem alkalmazhatja a hitelminősítések alatt. Ez a törvény az NRSRO tagoknak sok kötelezettséget ír elő. Többek közt kötelezik őket, hogy adatokat hozzanak nyilvánosságra, feljegyzéseket őrizzenek meg, pénzügyi jelentést tegyenek a SEC számára, összeférhetlenség kezelése érdekében. Valamint a SEC megtilthat bizonyos összeférhetlenségi és tisztességtelen, megtévesztő vagy kényszerítő gyakorlatot.

A SEC jogai a törvény értelmében.

- Megtiltja az tagoknak valamely strukturális termék minősítésének kiadását, amíg más hitelminősítők a termék alapjául szolgáló eszköz anyagát nem kapják meg. Így elkerülhető, hogy egy-egy minősítőt indokolatlanul befolyásolják a kibocsájtók.⁶
- Megtiltja, hogy azon minősítő, aki egy strukturális termékhez ajánlást ad, az nem minősítheti a terméket. Személyes véleményem, hogy ezzel a lépéssel nagyot csökkent a hitelminősítők befolyásolhatóságának veszélye, az összeférhetetlenség tükrében.
- Megköveteli, hogy a tagok kötelesek, hogy valamennyi értékelést, és az azt követő minősítéseket nyilvánosságra kell hozni, más tagok számára hozzáférhetővé kell tenni, hogy össze lehessen hasonlítani.
- Megtiltja, hogy bármely személy, aki részt vesz a termék minősítési árának megállapításában, tárgyal az összegről, a minősítést kérő fizet modell esetén, az nem végezhet minősítési feladatot, az adott megrendelés esetén.
- Megtilt minden 25 \$ feletti ajándék elfogadását, attól, aki a minősítést megrendelte.
- Megköveteli a tagoktól, hogy egy, három és tíz évente publikálják a teljesítményük statisztikáját minden minősítési kategóriában. Az összehasonlítás érdekében.
- Megköveteli a tagoktól, hogy tegyék közzé a strukturált termékek minősítéséhez felhasznált információkat.
- Közzé kell tenniük, hogy milyen gyakran kerülnek a termékek felülvizsgálatra, milyen modelleket használnak a kezdeti és az felülvizsgálati időszakban.
- A tagoknak éves jelentést kell készíteni az értékelések számáról minden minősítési osztályban.
- Megköveteli, hogy a dokumentáljanak minden anyagot, amely a minősítési folyamat jelentős összetevője, vagy ami megváltoztatja a végleges minősítést.
- A tagok kötelesek megkülönböztetni a minősítéskor a strukturált értékpapírokat, a többi értékpapíroktól.

Az RMBS és CDO-k hitelminősítésének meghatározása

A legfontosabb lépés, hogy eladhassák a másodlagos RMBS és CDO-kat, az hogy a hitelminősítők mindenre részletre kiterjedő leírást adjanak. A hitelminősítő leírja, hogy szerinte mekkora az esélye, hogy a hitelezőnek a hitelviszonyt megtestesítő értékpapír tekintetében annak a valószínűségét, hogy a tőke és kamat kötelezett elmulasztja a törlesztést.

⁶ A kibocsájtók, vagy megbízók. Azon szervezetek, akik a hitelminősítőt felkérlik a termék minősítésére.

A három hitelminősítő intézet általában hasonló eljárásokat dolgozott ki a másodlagos RMBS és CDO-k tekintetében. Elsőként az RMBS és CDO-t elkészítő kezdeményezi a minősítési folyamat elindítását. Az ehhez szükséges adatokat megküldi a hitelminősítőnek. Ebben szerepel a tőkeösszeg, a földrajzi elhelyezkedés, az ingatlan típusa, a hitel története és FICO⁷ pontszám, valamint az ingatlan hány %-a hitel.

A hitel négy fajta lehet:

- Első zálogjog
- Második zálogjog
- Elsődleges lakóház
- Másodlagos lakóház

A tőke szerkezete és ennek a tervezett szintjének emelése javulást jelent az RMBS kibocsájtási minőség szintjében.

Az adatok kézhezvétele után egy vezető elemzőt rendel ki a cég, aki a minősítésért felelős. Javasolja a tőke szerkezetét, javasolt szintjét az RMBS-nek, a hitelminőség javítását. Végül pedig értékelést, ajánlást fogalmaz meg. Ezen ajánlásból az elemzőkből álló bizottság, vagy vezető analitikus végső szintet állapít meg. A következő lépésben az elemző előrejelzések alapján kiszámítja a várható veszteséget és a minőségi tényezőket, a hitel biztosítékát, valamint egy stressz teszt alapján a várható súlyosságát a veszteségnek. Ez az elemzés magában foglalja a feltételezéseket, hogy hány fő után lenne megtérülve az elmaradt kölcsön. A hitel lehetséges jövőbeni teljesítményt, különböző forgatókönyvek alapján határozza meg. Ehhez a hitelminősítő speciális hitelezési jellemzőket elemez. E jellemzők köz tartozik:

- Hitel információi
- Saját tőke mértéke
- Lakott-e az ingatlan
- Hitelfelvevők jövedelmi szintje

A veszteség elemzésének a célja annak megállapítása, hogy mekkora hitelminőségi javulást kell elérni egy adott kategóriában, hogy biztonságosabb legyen az értékpapír. A legsúlyosabb stressz teszt (az, amelyik azt eredményezné, hogy legtöbben nem tudnák visszafizetni a hitelt), hogy meghatározzák a hitel összegének a növelésének szükségességét, hogy növeljék az RMBS bizalmát, megkaphassa a legmagasabb minősítést. a következő stressz teszt, amikor növelik a hitel összegét és csökkentik a tőke szerkezetét, arányát. Az alacsonyabb minőségű hiteleket egy jó indulatú környezetbe tesztelik. Következésképpen a kívánt szintet a hitelminősítés javítása érdekében elsősorban a saját tőke részlet határozza meg. Ez mutatja meg, mennyire viseli el a makrogazdasági teszteket.

A következő lépés, hogy Cash-flow elemzést készít az elemző, hogy elemezzék a tőketartozás és kamatfizetések havi változásait a stressz forgatókönyvek alapján. Ezeknek a modelleknek a kimenetele alapján összehasonlítják a kifizetési prioritásokat. Ezen prioritások járulékos felárat indítanak el, ha sérül a tőke és a kamat visszafizetésének lehetősége. A havi kifizetések megbízhatósága tudja csak az RMBS tulajdonosokat megnyugtatni. Végén az elemző áttekinti a dokumentumokat, és megállapítja, hogy a csőd esélye mekkora.

⁷ Ez a szám azt szemlélteti, hogy mekkora a valószínűsége illetve kockázata annak, hogy valaki nem egyenlíti ki a számláit. Ezt a számot 850-ig tartják számom, és a Fair Isaac Corporation által van összeállítva.

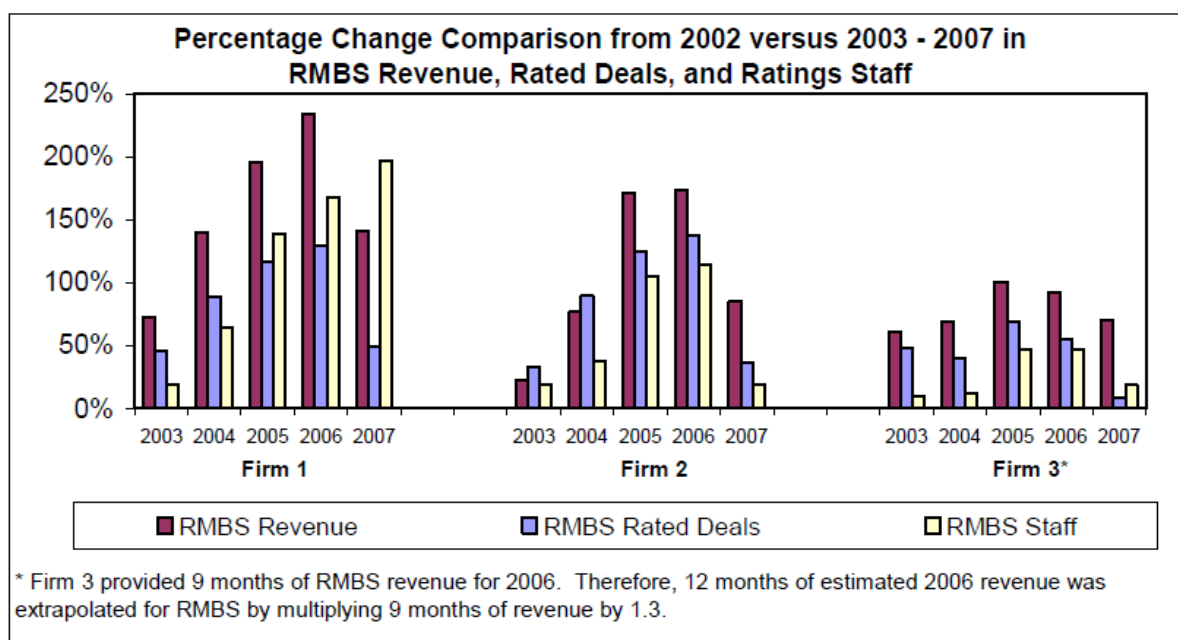
Ezen lépések alapján az értékelő ajánlást dolgoz ki az RMBS minden részletére kiterjedően, majd azt bemutatja a bizottságnak, vagy a vezető analitikusnak. Ezekről szavaznak a bizottságban, vagy a vezető dönt. Ezt a döntést közlik a megrendelővel, aki elfogadhatja vagy fellebbezhet a döntés ellen. A végső döntést közzé teszik és elkezdik az utólagos felügyeleti, ellenőrzési folyamatot.

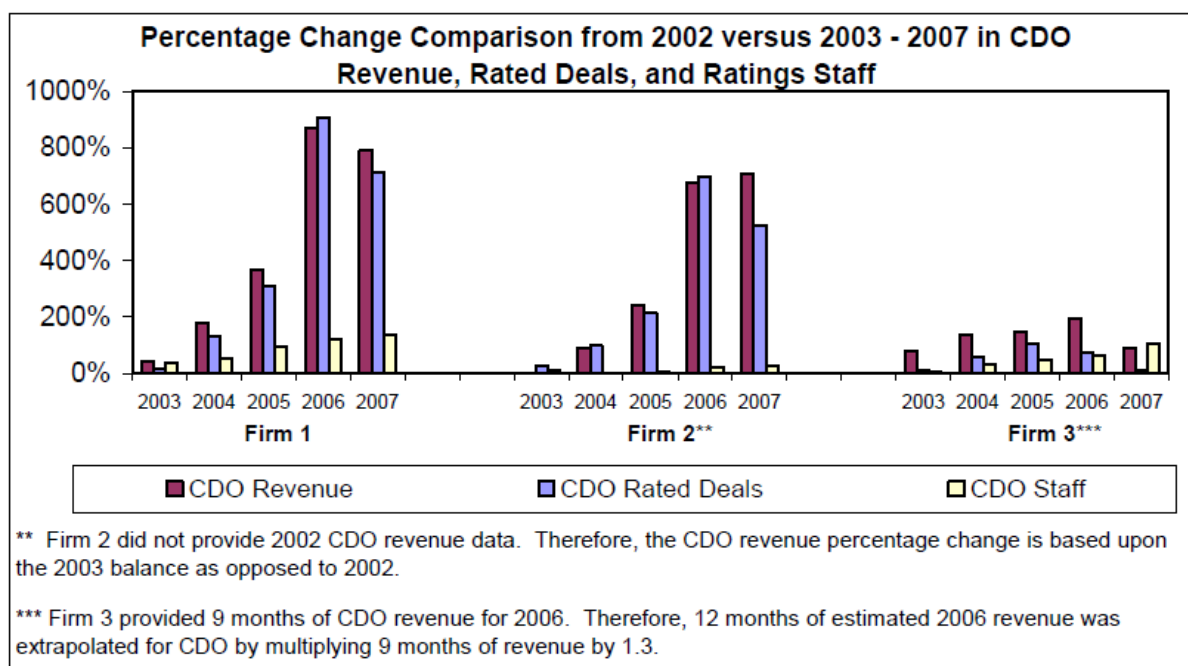
A CDO-k esetében hasonló módon járnak el, hasonló lépéseket tesznek a minősítési eljárás során. Itt viszont a hitel tartalékait és a birtokolt eszközöket figyelik. Elemzést készít, hogy milyen stressz teszteket kell végrehajtani. A minősítés kialakításánál a figyelembe veszi a legrosszabb lehetőséget. Megnézi az CDO összes lehetséges hitel alapját. A legrosszabb hiteleket 90% a legjobbakat 10%-ban számítja be. A tőke részlete hasonlóan, mint az RMBS esetén itt is lényeges, hogy mekkora. Minél nagyobb a tőke önrész annál jobb minősítést kap a CDO.

I. A jelentés rávilágított, hogy 2002-ben a megnövekedett és komplexebbé vált „RMBS” és „CDO” piaccal néhány hitelminősítő nem bírt lépését tartani.

Belső dokumentumokra támaszkodva a Bizottság megállapította, hogy két nagy hitelminősítő cég, nem tudott alkalmazkodni a megnövekedett mennyiségi és minőségi megrendelésekkel. Voltak esetek, hogy a minősítés alatt felmerült új adatokat nem tették bele a végleges minősítésbe, mondván majd később visszatérnek rá. Egy másik esetben a minősítést végző analitikusok akár heti 60 órát is dolgoztak. A feszített munkatempó miatt kimaradtak bizonyos lépések a minősítésben, és ezt jelezték a vezetés fel, akik nem tettek lépéseket ennek megoldására. A Bizottság azt javasolta, hogy bővítsék a létszámot. De ezek csak ajánlások, konkrét szabályok nem kerültek bevezetésre.

A jelentés szerint 2002-től, a hitelminősítők közel négyszer több CDO minősítését végezték el, mint az előző években. Az RMBS és CDO-k nem csak számszakilag, de összetettségében is bonyolultabbá váltak, és néhány hitelminősítő nem tudott a megnövekedett mennyiséggel valamint minőségi változással lépés tartani. A Bizottság konkrét problémákat azonosított a vizsgált cégeknél, ahol a belső dokumentumok és e-mailek voltak a bizonyítékok.





Ahogy a grafikonokon látszik, a minősítő cégek különösen a CDO-k tekintetében akár több száz százalékkal is több CDO-t minősített, mint amennyire kapacitása volt. Az a felelőtlenség, vagy nemtörődomség, ami a vezetőséget jellemezte több mint elgondolkodtató. Milyen minőségű munkát lehet végezni, ha a megbízott analitikus akár a napi munkamennyiségének több tízszeresét kellett elvégeznie.

II. Jelentős szempont volt, hogy a hitelminősítések nem mindig voltak nyilvánosak.

A vizsgálat rávilágított, hogy a minősítés folyamat során a cégek nem hozták nyilvánosságra a szignifikáns aspektusokat. A cégek az NRSRO tagságuk előtt nem hozták vagy csak részben hozták nyilvánosságra azon minősítési módszereket, amiket az RMBS és CDO-knál alkalmaztak. A reveláns minősítési kritériumok nem voltak nyilvánosak. Volt eset, amikor a cég tudatában volt annak, hogy nem publikus adatokat is elhasználtak a minősítés folyamán. Máskor az analitikusok arról panaszkodtak, hogy a minősítésnek túl sok lépcsője van, túl sokszor kell nyilvánosságra hozni. Vagy egyes lépéseknél túlzottan nagy szubjektív véleményt kell alkalmazniuk, esetleg más lépéseknél meg nagyon merev a módszer. Mindezen lépések extrém módon megnövelik a minősítési folyamathoz szükséges időt. Ezen problémát a cégeknél az egyszerűsítéssel oldották. Csökkentették a minősítési mód mátrixát, ahhoz igazították a hitelek veszteségeit. Tehát nem az értékelés mátrixához viszonyították a hitelt, hanem az elvárt értékhez, szinthez a hitelt! A fenti megoldás felületessé tette a minősítést, vagy egyszerűen meghamisította az eredményt.

Máskor minősítési modellen kívüli szabályokat alkalmaztak, de nem dokumentálták ezen kiigazításokat. Egy strukturált pénzügyeket felügyelő csoport kritériumi felelős tisztviselője a következőt írta: „a mi közzétett kritériumunk jelenlegi állapotában úgy tűnik egy kicsit túl nehézkes, az egészét vagy részletét tekintve a jelenlegi állapotában. Lehet, hogy túl sok szakaszon azt mondjuk, hogy mi a megfelelő, mert a mi SF [strukturált finanszírozási]

hitelminősítő megközelítése eredendően rugalmas és szubjektív, míg a kritériumok nagy része részletes és előíró jellegű. Egy teljes leltár a kritériumokról és dokumentációkról, az összes olyan területről, ahol ez már elavultnak vagy pontatlannak tűnik, hatalmas feladat lenne. „

A Bizottság javasolta, hogy minden NRSRO tag szükségszerűen a közösen megállapított módszereket és modelleket kell, hogy használjanak. Javítani kell e nyilvánosságra hozás módszerét.

Egy egyik hitelminősítő intézet, a 2004 és 2006 között csökkentette a modellekben alkalmazott adatokat, számokat, a másodlagos jelzáloghiteleken alapuló belső mátrixoknál. A hitelminősítő intézet nem hozta nyilvánosságra a mátrixok használatához, beállításához használt modelleredményeket a másodlagos zálogjog hitelek esetén.

Egy másik hitelminősítő rendszeresen csökkentette a veszteségi várakozásokat, ami miatt a másodlagos jelzáloghitelek veszteségéből származó kimeneti elvárások megváltoztak. A cég olyan alkut kötött, hogy nem hozzák nyilvánosságra a magasabb rendű modellek eredményét a veszteség elvárások tekintetében.

Belegondolni is rossz, ha egy RMBS vagy CDO nem hozta azt a szintet, amit a megrendelő szeretett volna, akkor vagy egyszerűen hallgattak az eredményről vagy a kívánt szinthez igazították a modelleket. Tehát az értékelés sem szakmailag sem erkölcsileg nem volt korrekt. Ezek után, ha egy ország vagy vállalat értékelése a várakozás alatt vagy felett végez, hogy hihetünk a minősítő cégnek? Honnan tudjuk, hogy mely befektetők, államkötvény tulajdonosok nem változtattatták meg az eredményt attól függően, hogy mire shortolnak.

Ezek után a törvény előírta, hogy a minősítő cégnek olyan leírást kell megadni, hogy a felhasználók értsék a folyamatokat. Nyilvánosságra kell hozni milyen módszereket és eljárásokat használnak. Több esetben a cégek modellen kívüli módszereket használtak, és ha használtak nem közölték annak tényét, és nem közölték az adott módszer jellemzőit, számítási mátrixait.

A SEC törvény előírta az NRSRO tagoknak, hogy minden módszert és procedúrát regisztráljanak az NRSRO-nál és hozzák is nyilvánosságra azokat, amiket a minősítés folyamán használtak.

III. Az „RMBS” és „CDO” minősítések kapcsán az alapelveknek és eljárásoknak jobban dokumentáltaknak kell lenni.

Az intézeteknek rendszeresen felül kell vizsgálniuk a minősítési modelljeiket illetve a szempont rendszerüket. A szabályokkal és eljárásokkal az RMBS és CDO értékelést lehet jobban dokumentálni.

Bizonyos esetekben a minősítő intézetek az RMBS és CDO értékelés közben egyedi eljárást alkalmaztak. Más cég, írásos értékelést készített, de ezek nem kimondottan minősítések voltak. Ezen írásbeli eljárás nem átfogó és nem foglalkozott minden lényeges szemponttal az RMBS és CDO értékelésénél.

Nem írták le az értékelés folyamatát. A dokumentáció teljes hiánya, az eljárások és politikák bonyolultsága akadályozta a hatékony belső és külső ellenőrök munkáját, hogy felülvizsgálatokat végezzenek a hitelminősítők tevékenységéről.

IV. A hitelminősítők végrehajtják az új eljárásokat a részükre benyújtott információk figyelembevételével.

Nincs olyan követelmény, hogy a hitelminősítő intézetnek ellenőrizni kell információkat RMBS hitelállományában szereplő adatokat. Továbbá, a hitelminősítő intézeteknek nem kell ragaszkodni ahhoz, hogy a kibocsátók átvilágítást végeznek a hitelekéről és ezeket a jelentéseket nem kell beszereznie.

A SEC megjegyzi, hogy egyes hitelminősítő intézetek a nyilvános közzétételt és az adatok semmilyen módon való átvilágítására nem törekszik, továbbá az RMBS-ek alapjául szolgáló hitelek minőségét sem vizsgálják. Minden hitelminősítő ügynökség a saját magatartási kódexében egyértelműen kijelenti, hogy nem volt és van köteles elvégezni az átvilágítást. Továbbá megjegyzi, hogy minősítésre való megbízás nem jelent garanciát a pontosságra, teljességre, időszerűsége a minősítéssel, kapcsolatos információkkal kapcsolatban. A hitelminősítő intézetek a megbízók RMBS információkat vette alapul a minősítéséhez. Nem ellenőrzik az integritását és a pontosságát olyan információknak, amelyek véleményük szerint, a másik fél átvilágítási feladatai közé tartozott. Nem törekedtek arra, hogy ellenőrizzék a megrendelők kellő alapossággal végezték-e az átvilágítást.

A hitelminősítők reformjáról szóló törvény miatt, a hitelminősítők innentől kezdve végrehajtják azokat az intézkedéseket, amelynek célja, hogy javítsák az integritást és a pontosságot az RMBS tartalmazó hitelek adataiban.

- Az egyik hitelminősítő elkezdett alkalmazni egy továbbfejlesztett kezdeményező/kibocsátó értékelést, amit 2008 januárjától alkalmazott minden „subprime” üzlet esetén. Ezek az értékelések részletesebb áttekintést adtak a jelzáloghitelek eredtéről, és gyakorlatról beleértve a kibocsátó/kezdeményező átvilágítási jelentéseiről.
- Egy másik hitelminősítő 2008. május 01-től minden kibocsátótól kéri a frissített hitel teljesítmény szint adatait, havi rendszerességgel. Ezen felül be kívánja építeni a minősítési procedúrába a kibocsátó csalását érzékelő eszközöket, politikákat.
- Továbbá, 2008, május 01-től megállapodást kötött a New York állam főügyésze, a hitelminősítő intézetekkel, hogy minden vizsgálatot ki kell dolgozni és nyilvánosságra kell hozni, az átvilágítási kritériumokkal együtt. Ezeket el kell végezni minden jelzálog alapú RMBS-nél, és tekintsék át ezeket az értékeléseket eredmények kiadása előtt.

A Sec javasolta, hogy az NRSRO foglalkozzon az eljárások és módszerek leírásával. Közzé kell tenni az információkat, hogyan kezeli az NRSRO az átvilágításokat a minősítési folyamatokban.

V. A hitelminősítő intézetek nem mindig dokumentálják a jelentős lépéseket a minősítési folyamatban, valamint nem mindig dokumentálják a jelentős részeit minősítési folyamatnak

A hitelminősítők nem minden esetben dokumentálták a jelentős lépéseket a minősítési folyamatban. Ideértve az elért modellek alkalmazásának indoklását is. 2007 után a törvény előírta számukra, hogy tartsák meg a belső nyilvántartásokat, a nyilvános információkat a „work

paper”-eket, és mindent, amit felhasználtak a minősítéshez. Ezen év előtt a minősítőknek az RMBS és CDO minősítések alatt nem volt teljes körű dokumentációja.

Az indok, amiért egy „out of modell”-t alkalmaztak nem volt mindig dokumentálva és nyilvántartva. Ennek lett az eredménye, hogy a minősítés felülvizsgálata során a személyzet nem tudta mindig rekonstruálni az alkalmazott eljárást, és nem tudta azonosítani azokat a tényezőket, amelyek alapján meghozták a végső minősítést.

A minősítés végző bizottság részvevőinek nem volt néha dokumentációja. Az egyik minősítőnél az RMBS-ek 25%-ánál hiányzott, hogy ki volt a bizottság elnöke. Hiányzottak az aláírások, vagy nem volt határozatképes a bizottság.

A SEC több pontosítást, részletes utasítást szabott meg az NRSRO tagoknak. Többek közt, hogy bizonyos feljegyzéseket meg kell tartani. A személyes adatait, akik részt vettek a minősítésében. Az ügyben érintett személyek, akik jóváhagyták a minősítést a kiadás előtt. Hogy a minősítés kért volt vagy sem. A hitel minősítés kérésének ideje.

VI. A felügyeleti folyamatok a hitelminősítőknél kevésbé robusztusnak kell lenni, mint a minősítési folyamat elején.

Bár az NRSRO tagoknak nem volt előírva, hogy az általuk minősített termékek pontosságát ellenőrizzék. De az értékelési folyamat megváltozása és a körülmények változása ezt megköveteli. Ezt a folyamatot megfigyelésnek vagy felügyeletnek hívják, és minden hitelminősítő díjazásért készít ilyen esetenként vagy évente. Ennek az elvégzése szükséges és időszzerű felügyelete fontos, különösen, ha a kibocsájtónak a terméke nem nyilvánosan hozzáférhető vagy a hitel teljesítménye nem nyilvánosan hozzáférhető. Ezen a területen a minősítők voltak a leggyengébbek.

Az egyik minősítő belső levelezéséből arra következtettek, hogy a megfigyelési időszakban használt kritériumok nem voltak megfelelőek.

A felügyeleti folyamat alatt szegényes volt a dokumentáció. Az egyik hitelminősítő intézet nem tudta dokumentációt prezentálni a felügyelet során (a havi időszakos jelentések, beszámolók és paraméterek kivételével), bár kijelentette, hogy ilyen megfigyelést végeztek. Ebben a cégben, a személyzet nem tudta, hogyan értékelje a létrehozott információkat, a felügyeleti csoport által vizsgált időszakban. Egy másik hitelminősítő intézet nem futtatott havi átvizsgálási jelentéseket a saját maga által megkövetelt három hónap alatt a vizsgált időszakban.

A felügyeleti eljárások hiánya egyértelműen bizonyított. Két hitelminősítő nem rendelkezik a belső írásos eljárási lépések dokumentációjával.

A jelenlegi szabályozási követelmények: Az Exchange-törvény és a vonatkozó szabályok NRSRO-ra.

NRSRO köteles nyilvánosságra hozni az eljárásokat és módszereket, amelyeket használ a hitelminősítések meghatározásához. Továbbá, a Bizottság elmarasztalja, korlátozza a tevékenységeket, funkciókat, vagy a műveleteket, felfüggeszti vagy visszavonja a regisztrációt egy NRSRO tagnak, hogy ha nem tart megfelelő pénzügyi és igazgatási forrásokat, és ha nem dolgozik az integritáson.

A SEC azt javasolta, hogy több embert és több erőforrást fordítsanak az RMBS és CDO értékelésére. Fokozzák a közzé teli eljárásokat és módszereket. Hozzák, nyilvánosságra milyen gyakran vizsgálják felül a hitelminősítéseket, milyen modellt és szempont rendszert alkalmaznak.

VII. Az azonosított kérdések az összeférhetetlenség kezelése és ennek javítása érdekében.

Bár minden hitelminősítő létrehozta a saját eljárást és politikát az összeférhetetlenség kezelésére és enyhítésére. A SEC megvizsgálta ezeket az eljárásokat és politikákat a következő területeken. Kibocsájtó fizet elv, az analitikus alkalmazottak javadalmazása és a hitelminősítő cégek alkalmazottainak értékpapír tranzakciói.

De ezek nem elegendők, mivel a megrendelő, kibocsájtó fizet elv továbbra is összeférhetetlenséget okoz.

A „kibocsájtó fizet” /Issuer Pays/ konfliktus

Minden hitelminősítő a „kibocsájtó fizet” modellt alkalmazza, ami azt jelenti, hogy a megbízó vagy más ezzel megbízott szervezet keres olyan céget, amely számára a pénzügyi termékét minősíti. Ő ezért a minősítésért fizet. Ez a modellt váltotta 1970-ben a „befektető fizet” modellt. Az összeférhetetlenség ott kezdődik, hogy a minősítést végző cég forgalmat generál a minősítést kérő szervezeteknek, cégeknek, aki viszont így a minősítés integritását veszélyeztetik. Ennek kiküszöbölésére az NRSRO tagoknak megtiltja a SEC, hogy olyan alkalmazott személy végezze el a minősítést, aki részt vett a megrendelővel való tárgyaláson, ahol a minősítésért való díjazást egyeztetik. Minden hitelminősítőnél bevett szokás volt, hogy a minősítést végző analitikusok részt vettek a díjak meghatározásánál, sőt valahol konkrét feladatuk volt besegíteni a számlázási osztálynál. Továbbá, a hitelminősítők nem tettek olyan lépéseket, amik megakadályozzák azt, hogy a piaci részesedés és egyéb üzleti érdekek befolyásolják az értékelési kritériumokat.

Bár nincsenek bizonyítékok rá, hogy a döntések a minősítési módszerek, a modellek alapján voltak-e a piacon vonzások és taszítások, de a hitelminősítő intézetek alkalmazottai, akik felelősek voltak a beszerzésre és a marketingre értesítették a minősítést végző alkalmazottakat, hogy mi is a kívánalmi a megrendelőnek, akik ezek után kidolgozták a kritériumokat. Tehát a szigorú minősítési szabályok, procedúrák bármikor felülvizsgálhatóak voltak, korlátlanul módosíthatóak vagy egyszerűen figyelmen kívül hagyhatóak voltak.

Példa volt rá, hogy egy minősítő cégnél a vezetők arról értekeztek, hogy az egyetlen módja annak, hogy versenyben maradjanak, ha pragmatikaváltást eszközölnek a gondolkodásmódjukban, különösen a kamat kockázat területén. Máskor tudatában voltak annak, hogy egy hitel magasabb minősítést kapott, mint azt érdemelt volna, mégsem változtattak rajta. Erre konkrét példa volt, hogy egy külföldi szervezet közölte velük, hogy az a modell, amellyel több tucat értékpapírt minősítettek, hibát tartalmazott. De nem tettek semmit, nem változtattak a minősítési szinten, csak amikor más miatt le kellett minősíteni az adott eszközt. Tehát konkrétan hamis minősítést adtak ki, és mikor erről tudomást szereztek nem korrigáltak.

A törvény szerint az NRSRO tagoknak kötelességük ésszerűen megtervezni, fenntartani, érvényesíteni a politikákat, a procedúrákat az összeférhetetlenség kezelése érdekében. A SEC javasolta, hogy minden NRSRO tag vizsgálja felül a gyakorlatokat, elveket és eljárásokat a "kibocsátó fizet" összeférhetetlenség kezelésére, enyhítésére. Különösen a SEC javasolta, hogy minden NRSRO megvizsgálja meg és tegyen lépéseket, amelyek megakadályozzák, vagy elszigeteljék annak lehetőségét, hogy a piaci részesedés és egyéb üzleti érdekek befolyásolják az értékelést vagy az értékelés kritériumait. Ezen probléma elkerülése érdekében a SEC megtiltja az

NRSRO tagoknak, hogy az általuk minősített értékpapírok minősítését fenntartsák, azáltal, hogy nem hozzák nyilvánosságra az adatokat. Ez megteremti annak lehetőségét, hogy más minősítők is meghozzák az adott termékről az értékelésüket. Ez a lehetőség megnehezíti, hogy a megrendelő befolyásolja a minősítőket, az értékelés folyamatába való beleavatkozás lehetőségét akadályozza.

További rendelkezés, hogy tiltják az elemzők minősítéseik sikeressége alapján kapjanak fizetést. Ehelyett a munkaidő és a tapasztalat alapján kell értékelni, javadalmazni az analitikust. Hogy csökkentse annak lehetőségét, hogy egy elemző objektivitása sérüljön, megtiltja, hogy olyan pénzügyi értéket minősítsen, amiben neki gazdasági érdeke, vagy kapcsolata van. A belső ellenőrzés a hitelminősítőknél eléggé kétarcú volt. Volt olyan minősítő, ahol az RMBS és CDO-k tekintetében felületesek voltak. Valahol nem volt tiltva, hogy az elemző, értékelő a befektetési bankok RMBS és CDO-ját birtokolják, vagy kereskedjenek velük. Más cégnél szigorú elszámoltatás volt, és külsős cégeket alkalmaztak, hogy ellenőrizzék az alkalmazottak betartják-e a szabályokat.

VIII. Belső ellenőrzési folyamatok

A vizsgált hitelminősítő intézetek minden belső ellenőrzési programjait úgy tervezték, hogy ellenőrizték, hogy a cég és alkalmazott, megfelelnek-e a belső politikáknak és eljárásoknak. A belső ellenőrök két minősítőnél nem működtek rendeltetésszerűen. Az RMBS és CDO-kal foglalkozó csoportoknál csupán egy ellenőrző listát adtak át, hogy adjanak válaszokat. Máshol a dokumentációk megőrzésének hiány okoz gondot.

A jelenlegi szabályozási követelmények: NRSROs fenntartásához szükséges a belső ellenőrzési tervek, jelentések és a kapcsolódó dokumentumok nyomon követése, beleértve a belső ellenőrzési terveket és jelentéseket, vonatkozó bizonylatokat. Az ellenőrzések nyomon követése, intézkedéseik és a dokumentumok által a meghatározott könyvvizsgálók auditálják a szükséges hitelminősítő intézetet. A nyilvántartásoknak a megőrzése, hogy azonosítani lehessen a hitelminősítő intézet tevékenységét. Ráadásul ez a követelmény azt is jelenti, hogy segítse a SEC-et annak megállapításában, hogy a hitelminősítő intézet megfelel-e az engedélyezett módszerek, eljárások és politikák az alkalmazására.

A SEC Office of Economic Analysis (Gazdasági Elemző hivatal) megfigyelése.

A SEC vizsgálatlaltal együtt megvizsgálták a három nagy hitelminősítő intézetnél, az (GEH) az alkalmazott eljárásokat, e vállalatok RMBS és CDO-k minősítésének tekintetében.

Az GEH felülvizsgálatának az volt a célja, hogy betekintést nyerjenek a minősítési módszertanba, amit a hitelminősítő ügynökségek alkalmaznak. A felülvizsgálat segítségével a SEC jobban tudta értékelni, hogy milyen összeférhetetlenség került be a minősítési folyamatba. Felülvizsgálata modellek segítettek biztosítani a kiindulási állapot annak megértéséhez, milyen procedúrákat alkalmaz az NRSRO tagok. Ez a fajta értékelés is segítheti a SEC-nek annak megítélését, hogy a folyamatok kidolgozása során a modellek, alkalmazások, kiigazítások lehetnek-e potenciálisan az összeférhetetlenség alá rendelve.

A jelentésben külön kitérnek, hogy a vizsgálat nem tért ki arra, hogy egy-egy metódus, vagy minősítési politika mennyire alkalmas arra, hogy befolyásolható legyen a hitelminősítő.

Érdekellentétek.

A jelentés leírja, hogy ameddig a „kibocsájtó fizet” modell létezik, tekintettel az összes eszköz osztályokra, ami minősítést szerezhethet, különös képen a strukturált pénzügyi termékek, RMBS-ek, és a kapcsolódó CDO-k tovább súlyosbíthatják az összeférhetetlenségeket.

Elsőként a kibocsájtó gyakran tervezője az üzletnek, és mint ilyen képes rugalmasan alkalmazkodni a minősítés folyamatához és értékéhez. Valamint az RMBS és CDO-k kibocsájtói jelentős befolyást tudnak gyakorolni, a hitelminősítőkre azzal, hogy kivel végzik el a minősítést.

Másodszor nagy befolyással vannak a cégek a hitelminősítőkre. A három nagy hitelminősítőnél véletlen módszerrel kiválasztott a SEC 642 üzletet. Míg 22 kibocsájtó foglalkozik RMBS-ek készítésével, addig ezek közül 12-vel kötötte az üzleteket és a bevételek 80%-át hozta a 12 kibocsájtó. Hasonló képen a 368 CDO-s RMBS üzletet 26-an jegyezték és ebből 11 generálta az összes üzlet 92% és bevétel 80%-át! ⁸Ezen kívül a 13 legnagyobb RMBS-t jegyzők közül 12 egyben a 12 legnagyobb CDO-t is jegyzők. Ez a szindikátus további koncentrációt hajtott végre, ami a hitelminősítőknél további forrásokat, bevételeket generáltak.

Továbbá, hogy a pontos minősítések elérése érdekében a gyorsan változó piacon új biztonsági modelleket kellett alkalmazni, hogy követhesse a gyors minősítési folyamatot. Mivel a kibocsájtók, megrendelők választották ki a hitelminősítőket, így megjelent egy belső konfliktus a hitelminősítő cégeknél. Megjelent a „megrendelő fizet” modell esetén egy kompenzációs mód. Az egyik terület maga a minősítési folyamat maga volt. A vizsgálat kiderítette, hogy a megrendelők a minősítő cégeknél a gyors és kiszámítható minősítési folyamatot preferálták. Ezt úgy érték el, hogy nagyobb mennyiségű javadalmazást adtak, ha ezt a módszert alkalmazták.

A megrendelők nyomása más formában is megjelent. Olyan minősítési modelleket preferáltak, amik vagy kedvezőbb értékelést adtak, vagy olyan modellt, ami csökkentette a hitelminőség javulás szintjét. Az ilyen eredmények csökkentették a kiadó költségeit, hisz kevesebb tőke, önrészt kívánt. Ez azért volt értékes továbbá, mert növelte az értékpapír bizalmát. Ez a nyomás befolyásolta a hitelminősítő cégeket, hogy frissítsék modellt, ha az ilyen frissítés segíti a jobb eredményt.

Másik oldalról a hitelminősítők magas haszonkulccsal dolgoztak az RMBS és CDO-k esetén, így ők is ösztönözve voltak a jövőbeni üzletek esetén.

Az tényszerű összefoglalása az RMBS-ek értékelési folyamatának.

A másodlagos jelzáloghitel az vizsgált ideig (2008) abszolút összegben és mennyiségben is jelentősen megnőtt. Az SEC megállapította, hogy egy hitelminősítő a jelentésében jelezte, hogy a másodlagos jelzálogpiaci hitelekbe származó bevételei 421 milliárd \$-ról 640 milliárd \$-ra nőtt 2002 és 2006 között. Ez százalékba kifejezve, 14-ről 22%-ra emelkedett ugyan ebben az időszakban. Ez a szám még szembetűnőbb 1996-tól 2006-ig a 96,8 milliárd \$-ról a 640 milliárd \$-ra.

Amellett, hogy növekedtek a másodlagos jelzáloghitelek, a kockázatok is növekedtek velük együtt. Tanulmányok azt mutatják, hogy a másodlagos jelzálogjogok jelentősen megnöttek 1999

⁸ Példaként 650 másodlagos RMBS üzlet 650 milliárd \$ névértéken, és 375 CDO-s RMBS esetén 310 milliárd \$ névértékben minősítettek 2006 és 2007-ben.

és 2006 között. Míg a 2/28 állítható kamatozású hitelek⁹ 1999-ben csupán 31%-ot tettek ki, addig ez a szám 2006-ra közel 69%-ra nőtt. Továbbá ezek 40 éves jelzálogok voltak, amik gyakorlatilag nem léteztek 2005 előtt, de ezek adták a 2006-ban a piacok közel 27%-át.

A hitelminősítők publikáció alapján láthatóvá vált, hogy mind a három vizsgált hitelminősítő hasonló megközelítést használt a RMBS-ek értékelése alapján. Az analitikus személyzet három fő modellt alkalmazott:

- a nem teljesítés valószínűsége modellt
- a veszteség súlyossága modellt
- cash flow modellt.

Az első két modell becslés annak valószínűsége és súlyossága a nem teljesítés esetén. A hitel történet, a teljesítmény adatait felhasználják a becslésre a hitelező és hitelt felvett kapcsolataira az esetleges nem törlesztés esetén, valamint annak súlyosságának megítélésére. Ezen paraméterek becsléseit alkalmazzák az RMBS hitel portfóliójába. Ezen paraméterek segítségével újra becsülik, időnként frissítik, a hitel teljesítményét.

Az egyik hitelminősítő Monte Carlo szimulációkat¹⁰ használt, hogy szimulálják, ahogy a makrogazdasági változók létrehozhatnak egy veszteség eloszlást. Másik cég logisztikus regressziót¹¹ alkalmazott a veszélyességi modellek helyett a veszteség arány, a nem teljesítés valószínűségének modellezésére. Valamint szintén a Monte Carlo szimulációt alkalmazta, hogy makrogazdasági változókat szimuláljon a veszteség elosztásához. A harmadik hitelminősítő különböző típusú modelleket, annak meghatározására, hogy a nemfizetés valószínűsége mekkora. Néhány esetben még FICO számokat, dokumentációkat, hitel típusokat alkalmaztak a tényezők megállapítására.

Kockázati tényezők.

A veszteség súlyosságának és valószínűségének modellje, valamint a hitel és az adós karakterisztikájának makrogazdasági változói. A hitelminősítők elismerték, hogy explicit kiigazításokra van szükség, a hitelek minőségének javításához. De ennek az igazi letéteményesei a megrendelők lehetnek, hogy növeljék a hitelek stabilitását, minőségét.

A vizsgálat kimutatta, hogy 2001 és 2006 között a másodlagos jelzálogok piacán a folyamatos romlás mutatkozott. A hitelek, teljesítménye csökkent.

⁹ Ezek a hitelek, jellemzője volt a 2/28, ami azt jelentette, hogy a futamidő első két évében alacsonyan rögzítettek a kamatokat, amit két év múlva egy igen magas kamat váltott fel.

¹⁰ Monte-Carlo módszernek nevezzük a matematikai modellek megoldásának, véletlen mennyiségek modellezését felhasználó numerikus módszereit. Ez a módszer egy olyan matematikai eszköz, mely alkalmas arra, hogy véletlen események sorozatával oldjuk meg determinisztikus problémákat. Kidolgozása Neumann Janos nevéhez fűződik.

¹¹ A logisztikus regresszió megvizsgálja a kapcsolatot két kimenetelű függő változó és egy vagy több független változó között.

Korábbi adatok felhasználása

A hitelminősítők a hitel értékelésénél támaszkodtak a korábbi adatokra, annak érdekében, hogy megbecsüljék a majdani viselkedést a hitelnek. A korábbi adatok eléggé rövid időtartamúak voltak, így a másodlagos RMBS-ek piacán például a 2/28-as hitelek olyan gyorsan zajlottak le, hogy nem volt mód ezen elv használatára. És ami volt is nagyon kedvező gazdasági feltételek mellett volt. Ilyen feltételek voltak: magas gazdasági növekedés, kamatok történelmi mélypontja (1-3% között) igen alacsony volatilitás (érzékenység) a kamatlábaknál.

Tényszerű összefoglalója a CDO-k minősítési folyamatának

A SEC felülvizsgálta a hitelminősítő intézetek kiadványait, amikben leírták a módszereket. Ezek alapján megállapították, hogy a CDO-k minősítéséhez alapvetően hasonlóan használtak, mint az RMBS-ek esetében. De amíg az RMBS-ek tekintetében a veszteség súlyosságának 50-60 inputja volt, addig a CDS-eknek csupán öt. Ezek a következők: jelenlegi minősítési szint, futamidő, fedezet típusa, az ország és az ipar szintje. Ezen öt alapanyagok közül, ezek csak hármat használtak fel veszteség modellhez. Az eszközök megtérülési rátája, az eszközök korrelációja, alapértelmezett valószínűség.

A SEC megállapította, hogy a jelenlegi hitel minőséget az RMBS-ek úgynevezett „pool” ja határozza meg. Azaz, milyen hitelek tartoznak az értékpapírosított hitelek közé. Ezek minősége természetesen határozzák meg a hitel minőségét. Amennyiben rendelkezésükre állt, akkor a saját értékelésüket, alapértelmezett valószínűségeket alkalmazták a vizsgált eszközök esetén. Ezeket a minősítéseket lefordították az alapértelmezett valószínűségek alapján az eszközök futamidejére. Egészen a legutóbbi időkig, a hitelminősítő ügynökségek azt állították, hogy az alapértelmezett valószínűségek konzisztensek voltak az eszközosztályoknál, így a régebbi vállalati kötvény értékelés teljesítményét használják a nem teljesítési valószínűségre a CDO hitel „pool”-jában. Alapjában viszont jelentős különbségek vannak a korábbi teljesítmények az RMBS és CDO-k (összehasonlítva a hasonlóan értékelt vállalati kötvények esetén) és a hitelminősítő intézetek több újonnan kifejlesztett eszköz-specifikus alapértelmezett valószínűség táblázatok között.

A hitelminősítő intézetek ismertették a behajtási arány feltételezésének meghatározását, az eszköz típusa és származási országa szerint. Minden hitelminősítő intézet különböző alkalmazást használt, a hasznosítási arány feltételezésére a „subprime” RMBS-eknél. Ezeket az eszközöket kellett volna alacsonyabb megtérülési rátához mérni, mint a hasonlóan értékelt vállalati kötvények esetén.

Az eszközöknél olyan összefüggéseket alkalmaztak, hogy meghatározzák a valószínűségét annak, hogy ha egy eszköz lenne az egyik alapértelmezett, akkor egy másik eszköz lehet-e alapértelmezett, ha ott már mulasztás áll fenn. Ha ezeket korrelálatlanok, akkor nincs prediktív ereje egy eszközre nézve, ha alapértelmezett eszköz a másik. Korreláció nem feltétlenül befolyásolja a várható veszteség a portfóliót, de ez nem teremt nagyobb valószínűséget a rendkívül magas vagy alacsony portfólió veszteségre.

Miután becslések szerint, az alapértelmezett valószínűsége, és az eszközök hasznosítási arányának a korrelációját általában a Monte Carlo szimuláció mellett makrogazdasági változók szimulálják több ezer forgatókönyvek alapján a mulasztások és behajtások lehetőségeit.

A CDO-k modellezési technikájához szükséges néhány tényező, de nagyon pontos mérést követel meg. Például az alapértelmezett valószínűség függvényében a jelenlegi értékelés, és mögötte lévő RMBS is fontos. Úgy, mint a közelmúltban kifejlesztett eszközök és az ügynökségek alapértelmezett valószínűség táblázatai. Végül, mivel a hitelminősítő intézetek újraértékeltek a hiteleket, az értékelés minden 12 hónap és 18 hónap között mozgott. Ha a jelenlegi értékelés alapjául szolgáló eszközöket elmozdult felfelé vagy lefelé, az várható a nem teljesítési valószínűségi portfóliót is lehet elmozdítja ugyanabba az irányba. Mind három nagy hitelminősítő intézet vizsgálta során nemrégiben nyilvánosan kijelentette, hogy nőtt a feltételezett korreláció a „subprime” RMBS kötvények és az ezek során használt CDO értékelés modellek között.

Ezen jelentés során a SEC számos hibát, hanyagságot tárt fel a három nagy hitelminősítő cégeknél. Ez a jelentés alapján 2011 szeptemberében újabb immár az összes regisztrált NRSRO tagnál végzett átfogó vizsgálatot a SEC. Ellenőrizték, hogy a 2006-os hitelminősítőkről szóló törvény ajánlásait, utasításait megfogadták, betartották-e. Valamint a SEC törvény 2007-es módosításait hogyan alkalmazták a hitelminősítők. Viszont a legfontosabb, hogy a 2010 júliusában elfogadott Dodd-Frank törvény rájuk vonatkozó részeit itt ellenőrizték először.

2011 SUMMARY REPORT OF COMMISSION STAFF'S EXAMINATIONS OF EACH NATIONALLY RECOGNIZED STATISTICAL RATING ORGANIZATION

2011. évi SEC összefoglaló jelentés az összes NRSRO tagról

2006-ban az Egyesült Államok Szenátusa elfogadta a hitelminősítő intézeteket megreformáló törvényt, amely felhatalmazta a SEC-et, hogy nyilvántartási, felügyeleti és vizsgálati jogot gyakoroljon a regisztrált NRSRO tagok felett.¹²

Elöljáróban szeretném leszögezni, hogy ezen jelentésben kitérnek a kisebb hitelminősítő cégeknél tapasztalt hiányosságokra, de lévén piaci részesedésük alacsony szintű, másrészt a tanulmány kimondottan a Moody's Inc-re fókuszál, így ezért a kisebb cégekre vonatkozó ténymegállapításokat nem vettem figyelembe.

A törvény 15 § (c) (2) pontja kimondottan leírja, hogy ezen, törvény által tiltott minősítési folyamatokon kívül, semmilyen más szervezet, vagy állami felügyelet nem szabhatja meg az NRSRO tagoknak, hogy milyen minősítési metódust, politikát alkalmaz.

Itt álljunk meg és gondoljuk végig, hogy mit is jelent ez. Bár a törvény a SEC számára megengedi, hogy előírja a tiltott eljárásokat, ezen felül senki, még a szenátus sem írhat semmilyen korlátozást.

¹² Ahogy fentebb említettem, csak az NRSRO tagjai készíthetnek hivatalos hitel, és pénzügyi eszköz minősítést. Hivatalosan regisztrálnia kell magát minden olyan minősítőnek, aki az Egyesült Államokban ilyen tevékenységet akar végezni. Jelenleg 10 tagja van a szervezetnek.

2007-ben a SEC a törvény 17g-1 től a 17g-6 bekezdésig terjedő paragrafusokat alkalmazta az NRSRO tagoknál. Ezen szabályok megkövetelték az NRSRO-nak, hogy hozzák nyilvánosságra a szükséges adatokat, jelentéseket, tartsák meg az előírt feljegyzéseket. Pénzügyi jelentést kell készíteniük a SEC számára. Meghatározták számukra, és betarttatják velük a nyilvánosságra hozatali, az összeférhetlenségi, a nyilvános és nem nyilvános információk kezeléséről szóló kötelezettséget. Továbbá a SEC megtiltotta az NRSRO az összeférhetetlen, tisztességtelen, sértő vagy egyéb kényszerítő módok gyakorlatát. Ezen területeket az SEC 2009. február és 2009. december-e között többször módosította, hogy növeljék az átláthatóságot a minősítési folyamatok, módszerek, a nyilvánosság erősítése a minősítést teljesítményére vonatkozólag, valamint megtilt bizonyos gyakorlatokat és fokozták az NRSRO nyilvántartását.

2010 DODD-FRANK ACT

2010 júniusában az Egyesült Államok szenátusa elfogadta Obama demokrata elnök egyik legfontosabb törvényét. Az 1934-es SEC törvény óta ez a legnagyobb törvény, amely megpróbálja keretek és szabályok közé szorítani a túlbujánzó pénzpiacokat. Az 1970 óta zajló deregulációs folyamatok itt érték el a forduló pontjukat. Az azóta eltelt 40 év számos válságot hozott, többek közt három ingatlan válságot és két pénzügyi válságot. 1934 és 1970-ig az Egyesült Államok gazdasága virágzott, teljes dominanciát gyakorolt a világ felett! A szigorú pénzügyi, banki szabályok eleve kizárták a nagymértékű spekulációt és az ipari termelés felé irányították a szabad tőkét. Ez az erős gazdaság a dereguláció miatt folyamatosan gyengült, ami a megnőtt pénzügyi szektor teljesítménye miatt rejtve maradt. Eltolódott a GDP teljesítmény aránya az ipari szektorról a pénzügyi szektor felé.

Ezen törvény a SEC törvény számára egy új 15 E szakaszt hozott létre, ami az NRSRO tagoknak új jelentési, közzétételi és vizsgálati követelményeket ír elő.

- Éves jelentés, belső ellenőrzésről
- Összeférhetlenség kezelése a marketing és az értékesítés tekintetében
- „Look back” /Nézz vissza/ az NRSRO egykori alkalmazottai, aki minősítéseket készítettek befolyásolva voltak –ezen a megbízók, megrendelők által
- Információk nyilvánosságra hozatala a kezdeti hitelminősítéskor és a későbbi változások a hitelminősítések nyomon követése érdekében
- Az NRSRO-nak meghatároznak, bizonyos procedúrákat, politikákat, amiket használhatnak a minősítések
- Publikációs kötelezettség standard formában minden hitelminősítő esetében, milyen felvetések, és módszereket alkalmaztak a hitelminősítéskor
- Az információk nyilvánosságra hozatala harmadik fél számára, hogy átvilágíthassák az értékpapírok jelentéseit.
- Szakmai standardok meghatározása a hitelminősítést végző elemzők képzésénél

- Megkövetelik a hitelminősítő intézetek számára a szimbólumok és definíciók következetes alkalmazása

Éves Felülvizsgálatok

Az éves felülvizsgálatok segítenek az NRSRO-nak, hogy könnyebben tudják a törvény rendelkezéseit megérteni és alkalmazni. Valamint a SEC ellenőrizni tudja az NRSRO tagok jogszabályi kötelességeinek betartását. Ha az ellenőrzés alatt felmerül a gyanú a szabályok megszegésére, akkor akár szövetségi bíróság elé is kerülhet az ügy.

A *Dodd-Frank* törvény a hitelminősítőkre vonatkozó passzusa előírja, hogy legalább évente a SEC megvizsgálja az NRSRO tagokat, és részletesen leírja, minek kell szerepelni a jelentésben.

1. Hogy az NRSRO üzleti tevékenysége összhangban van-e a meghatározott politikákkal, eljárásokkal, valamint a minősítési módszerekkel.
2. Az összeférhetetlenség kezelése az NRSRO számára.
3. Az NRSRO részére meghatározott etikai politikák végrehajtása.
4. Belső ellenőrzések felügyelete az NRSRO tagoknak.
5. Az NRSRO irányítása.
6. A megfelelésért kijelölt tisztviselőnek a tevékenysége az NRSRO-ban.
7. NRSRO tagjainál a panaszok feldolgozása.
8. Az NRSRO egykori munkavállalójának a munkaviszony utáni tevékenység szabályzásának politikája.

De a törvény nem csupán a hitelminősítőket szabályozza vagy ad nekik kötelező feladatokat, hanem a felügyelet ellátó SEC számára is feladatokat szab meg, többek közt, hogy az éves jelentéseket érthető formában tegyék közzé.

A 2007-ben felállított NRSRO-hoz csatlakozni kívánó cégeknek az iratok benyújtásakor meg kell jelölni, milyen tevékenységeket kívánnak végezni.

1. Pénzügyi intézmények
2. Biztosítási társaságok
3. Vállalati kibocsájtók
4. Eszköz fedezetű értékpapírok
5. Állampapírok (kormányzati, önkormányzati vagy külföldi kormányzatok)

Az NRSRO felállításának az volt a célja, hogy az addig teljesen szabadon, szabályozások és ellenőrzések nélkül működő hitelminősítőket egységes, szabályozható, közös felügyelet alatt ellenőrizhető szervezetbe tömörítsék. Így megoldható, hogy a felügyeletüket ellátó állami szervek egységes, mindenkire vonatkozó szabályokkal, utasításokkal, felügyeljék, irányítsák. A szervezet jelenleg tíz tagot számlál, beleértve a három nagy hitelminősítőt is (Moody's, Fitch, S&P)

A jelentésben szerepel a regisztrált tagok által elvégzett minősítések száma és típusa 2010-ben.

NRSRO Ratings Outstanding by Asset Class*						
	Financial Institutions	Insurance Companies	Corporate Issuers	Asset-Backed Securities	Government Securities	Total
A.M. Best	N/R	5,062	2,043	54	N/R	7,159
DBRS	14,941	156	3,863	10,091	13,533	42,584
Egan-Jones	89	47	877	13	19	1,045
Fitch	61,550	1,657	13,385	64,535	363,897	505,024
JCR	159	30	495	N/R**	52	736
Kroll	16,515	48	1,002	0***	59	17,624
Moody's	61,581	4,540	30,285	101,546	841,235	1,039,187
Morningstar	N/R	N/R	N/R	8,322	N/R	8,322
R&I	503	48	2,836	N/R	1,031	4,418
S&P	54,000	8,200	44,500	117,900	965,900	1,190,500
Total	209,338	19,788	99,286	302,461	2,185,726	2,816,599

* As reported by the NRSROs on Form NRSRO, dated as of year-end 2010.

** N/R** indicates the NRSRO is not registered for that class of securities. R&I and JCR withdrew from their NRSRO registrations in asset-backed securities on June 28, 2010 and December 2, 2010, respectively.

***Kroll is registered in asset-backed securities, although it reported no ratings in this class as of year-end 2010.

A fenti adatokból látható, hogy az S&P és a Moody's egyenként annyi minősítést végeztek, mint az összes többi hitelminősítő. Valamint az S&P és a Moody's főleg a vállalati kötvények, az eszközalapú értékpapírok, és az állampapírok területén volt igen aktív. Ez a fajta dominancia eleve kizárja az egészséges verseny lehetőségét. A három nagy hitelminősítő egyeduralkodó a piacon, így befolyása a piacokra is több mint veszélyes. A befektetők, a megrendelők és főleg az elmúlt évek válságát kirobbantó eszközalapú értékpapírok megrendelői nem kerestek más minősítőket, hanem a nagy hitelminősítőket preferálták továbbra is. Ez a fajta preferálás az előző SEC jelentésben is nyilvánvalóvá vált, mivel képtelenek voltak a minősítők a megnövekedett igényeket követni, a szervezeti, személyi feltételeket megteremteni. Ez is közrejátszott a tömeges hibás, rossz minősítésekhez.

A SEC az NRSRO éves jelentéseiből készített értékelésével kapcsolatba több észrevételt is tett, sőt több esetben aggodalmát fejezte ki. Bár a SEC jelentés nem tartalmaz lényeges szabályozási problémákat, de az hogy a minősítő cégek továbbra sem tudják maradéktalanul betartani a törvényt, és elsiklanak az ajánlások felett továbbra is a helyzet megoldatlanságát jelzi.

Általános Észrevételek

1. Az NRSRO továbbra is azt a trendet képviseli, hogy a „megrendelő fizet” üzleti modellt preferálja. A tíz tagból hét ezt a modellt alkalmazza, többek közt a három nagy hitelminősítő is.
2. Az NRSRO-t a jelentési kötelezettségeknek és a viszonylag új jogi szabályozási követelményeknek vetették alá. Ez a jelenlegi szabályozás 2006-ban kezdődött a hitelminősítők reformjáról szóló törvénnyel, amit a SEC által alkotott szabályok követtek, 2007 és 2009-ben. Végül a 2010-ben elfogadott Dodd-Frank törvény követett. Ezen időszak alatt, a SEC és a törvényhozás folyamatosan hozta az új, egyre részletesebb szabályokat és utasításokat. Ahogy a jelentések tárták fel a hiányosságokat, úgy tömködték be a réseket a jogalkotók. Ezzel egy időben a világ más tájain az EU-ban és Japánban is egész sor új törvényeket, szabályokat alkottak az NRSRO részére. Ezekkel a nemzetközi szabályokkal az NRSRO-nak lépést kellett tartania.
3. Mind a három nagy NRSRO tagnak változtatásokat kellett eszközölnie, hogy javítsák a tevékenységüket, amiket a 2007-es és 2008-as vizsgálatok tártak fel. Ezek a vizsgálatok a „subprime” RMBS és CDO tevékenységéhez kapcsolódott. A 2008-as jelentés számos problémát tárt fel az RMBS és CDO-khoz kapcsolódó műveletek, politikák, értékelések, felügyelet, közzétételek, dokumentációk, minősítési folyamatok és az összeférhetetlenség tekintetében. Az eltelt évek alatt bár a minősítők úgy látszik jelentős erőforrásokat fordítottak a problémák megoldására, enyhítésére. Ezek egy részében komoly lemaradásban vannak még mindig.

Törvényes felülvizsgálati területek

Azon területek, amiket a SEC ellenőriz a NRSRO tagoknál. Ezen szabályok előírják, hogy minden tag köteles fenntartani és érvényesíteni a különböző írott elveket, eljárásokat. Valamint kötelességük, hogy megtartsák a dokumentációkat, a használt eljárásokról és módszerekről, amit a hitelminősítéshez használtak. Valamint ezen, dokumentumokat nyilvánosságra is kell hozni.

Meg kell jegyezni, hogy ezen, jelentésben nem szerepelnek név szerint a hitelminősítő cégek. Csupán a nagy vagy kisebb meghatározást alkalmazták.

1. Az üzletvezetés összhangban van-e a politikákkal, procedúrákkal és metódusokkal.

A SEC általi felülvizsgálata az egyes NRSRO által folytatott üzlet összhangban van politikákkal, eljárásokkal és módszerekkel. Kiválasztottak néhány kibocsátót és annak dokumentációját annak megállapítására, hogy a NRSRO követte-e az eljárásokat minden esetben. Ezen túlmenően, a SEC végzett vizsgálatokat, hogy az egyes NRSRO tagok követték-e a védelmet szolgáló eljárásokat, a lényeges nyilvános információk tekintetében.

Ezen terület tekintetében az egyik nagy NRSRO jelentette, hogy nem tudta követni a meghatározott metódust, bizonyos eszközalapú értékpapírok tekintetében. A vizsgálat feltárta, hogy tévesen alkalmazták az értékelés módszertanát. Ezért a nevezett eszközök

felülvizsgálat kezdeményezték. A SEC számára a hibát jelentették, aki további vizsgálatot folytatott le. Ezen vizsgálat megállapította, hogy ezen hiba több aggályt támasztott a minősítéssel szemben. Ezen aggályok a következők voltak.

- a. A hibás eredmény az eszköz minősítésénél az NRSRO által jóváhagyott módszerrel nem volt konzisztens.
- b. A hibának a jelentése, kijavítása, közzététele és a SEC irányába való továbbítása nem volt eléggé gyors.
- c. Az NRSRO tagoknak nem elégséges az erőforrása, hogy az eszközalapú értékpapírok esetén ellássák a felügyeletet (ellenőrzést)

Továbbá aggályát fejezte ki a SEC, hogy a piaci részesedések, az éles verseny és az üzleti szempontok is hozzájárulhattak a téves eredményekhez.

Ennél sokkal nagyobb problémára is fény derült a vizsgálat folyamán.

Mégpedig, hogy egyik NRSRO tag sem követte az értékelés eljárásában az ajánlott módszereket bizonyos esetekben. Ezen esetekben általában nem tudták követni a dokumentációk megőrzésére vonatkozó szabályokat. Tehát több mint három év alatt sem tudták a hitelminősítők az olyan egyszerű szabályok betartását végrehajtani, mint a felhasznált dokumentumok megőrzése. Ha a dokumentumok nem lettek szabály szerint megőrizve, hogyan tudják az eszközök folyamatos felülvizsgálatát ellenőrizni? Hogyan tudják az államkötvények folyamatos felülvizsgálatát szabályszerűen, objektíven ellátni, ha nem őriznek meg szignifikáns adatokat, dokumentumokat? Itt véleményem szerint komoly mélyreható vizsgálatot kell lefolytatni. Feltárni, hogy milyen okból nem hajtják végre a SEC utasításait.

2. Összeférhetetlenség

Az NRSRO-nak a törvény előírja, hogy érvényesítse az írott elveket és eljárásokat az összeférhetetlenség kezeléséhez. A SEC a következő megállapításokat tette.

Két nagyobb hitelminősítő cég nem rendelkezik konkrét politikával és procedúrával, hogy kezelje a potenciális konfliktusokat, ami abból adódik, hogy az NRSRO tagok szignifikáns részvényesei is minősítettnek a cégekkel.

Gondoljunk bele, hogy *Warren Buffet*, és a *Berkshire Hathaways* több mint 12%-os részesedést birtokol még mindig a *Moody's Inc*-ben. Ezzel ő a legnagyobb részvényes továbbra is. Beláthatjuk, hogy mennyire lehet objektív egy értékelés, ha a cég többségi tulajdonos eszközeit, vagy cégét kell minősíteni. Vagy még rosszabb, ha tulajdonos nyomást helyez a minősítő cégre, hogy milyen minősítést adjon ki egy akvizícióra kiszemelt cégre. Ennek a megoldása a legfontosabb feladat lenne, de láthatóan a pénzügyi világ nem akarja, hogy független, objektív cégek végezzék a munkájukat.

3. Etikai politikák

Ezen területet igen egyszerűen egy bekezdéssel intézik el, mintha nem találtak volna semmilyen problémát. Pedig az etika ebben az üzleti szegmensben, a szavahihetőség a legnagyobb tőke. A SEC több ajánlást fogalmazott meg az NRSRO-nak, lévén a törvény 15 (E) szakasza egyértelműen fogalmaz e területről.

4. Belső felügyeleti ellenőrzés

A törvény 15 § (c) (3) bekezdése előírja, hogy minden NRSRO tag hozzon létre hatékony belső ellenőrzési struktúrát, szabályzó irányelveket, eljárásokat, módszereket a hitelminősítések meghatározásához. Ezeket a SEC ellenőrizte, és a kiválasztott eljárásokon vizsgálatokat végzett.

A SEC azonosított nyilvánvaló hiányosságokat a folyamatban lévő minősítési eljárások közzétételében, ami az egyik nagyobb és három kisebb minősítő cégnél találtak. A törvény előírja, hogy az NRSRO részére meghatározzák és betarttatják a politikákat, eljárásokat. Ez a szabályok meghatározzák, hogy ésszerűen tervezzék meg a folyamatban lévő minősítések nyilvánosságra hozatalát. A nagyobb hitelminősítő cég a folyamatban lévő minősítés eljárását terjesztette, kiadta mielőtt az nyilvános lett volna.

5. Irányítás

A Dodd - Frank törvény 15 § (t) pontja megköveteli, hogy az NRSRO minden tagjának legyen igazgatótanácsa, és hogy megbízzák a strukturális és felelősségi kör létrehozásával. A SEC vizsgálatot folytatott le, hogy e kötelezettségüknek eleget tett-e az NRSRO. Erőfeszítéseket tett az NRSRO, hogy eleget tegyenek a törvényi kötelezettségnek, bár a SEC megjegyezte, hogy néhány esetben, ahol az irányítási rendszerek nem felelnek meg valamennyi követelménynek, vagy a végrehajtás gyengébbnek tűnik, ott az SEC ajánlásokat fogalmazott meg.

6. Kijelölt megfelelési tiszt tevékenysége (Designated Compliance Officer)

A törvény 15 § (j) (1) pontja előírja, hogy minden NRSRO jelöljön ki DCO-t aki felel az eljárások, politikák kezelésért, hogy megakadályozza a visszaéléseket a lényeges, a nem nyilvános információk és az összeférhetetlenség tekintetében. Ez lényegében egy belső ellenőri tisztség, aki egy személyi felelőse e területeknek. A törvény több számára tilos munkafeladatokat illetve kötelező tevékenységeket ad.

Tilos számára:

- nem végezhet hitelminősítést.

- nem vehet részt hitelminősítés módszertani modellek kidolgozásában.

- nem láthat el marketing és értékesítési feladatokat.

Feladata:

- eljárásokat dolgozzon ki a dokumentumok megőrzéséről, kezeléséről és átvételéről.

- kötelessége az éves jelentés elkészítése, benyújtása, a törvényi feltételeknek való megfelelése.

Garantálni kell a függetlenségét, és úgy kell díjazni, hogy ahhoz ne kapcsolódjon pénzügyi tevékenység. A SEC szerint a DCO szerepe esszenciális és hozzájárul ahhoz, hogy az NRSRO betartsa a törvényeket. Ezen szerep betöltése bár tényleg erősítheti a

cégeket, hogy következetesebben betartsa a törvényeket, de amíg a fizetését a cége biztosítja, addig nem is lehet igazán hatékony. Erre kiváló példa, hogy az egyik nagy hitelminősítő cégnél a DCO stabilitását szükséges javítani. 2008 óta ezt a tisztséget négy különböző személy töltötte be! Ez idő alatt jelentős változtatások voltak a szervezetben, a funkciókban és a vezetésben. Ez felveti az állandóság problémájának kérdését. Lehet-e hatékonyan ellátni a DCO szerepét, ha folyamatosan változások zajlanak a vezetésben, irányításban. Továbbá a DCO tisztséget betöltő személy nem eléggé prominens, nem eléggé elismert a cégnél és a feladatát, tisztséget nem tudták megfelelően kezelni. A vizsgálat megállapította, hogy a DCO szerepét a vezetőség aláássa vagy akadályozza.

7. Panaszok

A *Dodd – Frank* törvény kiemelten foglalkozik a panaszok kérdésével is. A hitelminősítők esetén itt a DCO-nak vannak feladatai. Ahogy fentebb írtam, a DCO feladata többek közt a dokumentumok kezelésére, megőrzése és átvételére vonatkozó szabályok megalkotása. Az ő feladata a hitelminősítési modellek, módszerekkel kapcsolatos panaszok kezelése, valamint a panaszok kezelése megfelelően a törvénynek, az NRSRO politikájának, eljárásának. Valamint az alkalmazottak illetve a hitelminősítéseket felhasználók panaszának kezelése. Nagyon fontos ez a kérdés, lévén az Egyesült Államokban a kiterjed ingatlanpiaci válság miatt a befektetők nem csupán a befektetési bankokat, hanem a hitelminősítőket is felelősségre vonnák.¹³ A fenti területen is végzet vizsgálatot a SEC, de átfogó vizsgálatot nem tudott lefolytatni, mivel ez egy új terület és nem álltak rendelkezésre megfelelő mennyiségben adatok.

8. Foglalkozás politika

A *Dodd – Frank* törvény megköveteli az NRSRO-tól, hogy hozzon, létre vezessen és juttassa érvényre a politikákat, eljárásokat annak a célnak a biztosítása érdekében, hogy a cég vizsgálja felül az egykori alkalmazottak munkáit, akik hitelminősítéseket végeztek. Legfőképpen ha, azóta az egykori alkalmazottak már az általuk minősített cégnél, vagy a megrendelőnél áll alkalmazásban. A vizsgálat egyértelműen nem sok sikert hozott, mert a vizsgált időszakban a törvény még nagyon friss volt, nem volt elég adat.

¹³ Az Egyesült Államokban, Új Mexikó államban egy bíró, név szerint James Browning úgy ítélte egy perben, amit egy befektetői csoport kezdeményezett, hogy a hitelminősítők értékelésére nem vonatkozik a szólásszabadság joga. Mivel ez üzleti tevékenység, az értékelés, nem vélemény, hanem hirdetés vagy reklám. Amiről ha bebizonyosodik, hogy hamis akkor az csalás.

<http://www.reuters.com/article/2011/11/25/us-thornburg-firstamendment-decision-idUSTRE7AO1L220111125> (2012.07.12.)

Összegzés

Mint olvashattuk az Egyesült Államok törvényhozói a 2007-es jelzálogpiaci válságból hajlandóak voltak tanulni. A pénzügyi piaccal szemben képesek voltak, ha nem is teljes sikerrel, de határozottan fellépni. Az erős, közel 40 évig tartó deregulációs folyamat megfordulni látszik, a folyamatos politikai, társadalmi nyomás képes volt változtatni az eddig folyamatokon. A kérdés nem az, hogy elérték-e a céljuk, hanem képesek lesznek-e folytatni az elkezdett munkát. Meddig van erő és kitartás a társadalomban, a politikai vezetésben. Meddig képesek a pénzügyi szektor hatalmas erejének ellenállni. Feltehetjük a kérdést úgy is, hogy vajon a döntéshozók, meddig képesek a pénzügyi lobbis dollár milliárdjainak ellenállni. Ha elbuknak, akkor az eddig elért szabályozások fellazulnak és egy rövid nyugalmi időszak után folytatódik a pénzügyi piac ámokfutása. Ez az ámokfutás a következő buborék kipukkanását fogja okozni, de ez a buborék sokkal, de sokkal nagyon kárt és káoszt fog okozni a világgazdaságában, mint a 2007-es másodlagos jelzálog piaci vagy az azt követő hitel válság. Ez a buborék nem más, mint a derivatívák piaca, a származtatott ügyletek buborékja. A hitelminősítők elé új kihívások állnak. Képesnek kell lenniük, hogy elkerüljék a további hibás, rossz minősítéseket. Képesnek kell lenniük, hogy ellássák a SEC-től hallgatólagosan kapott feladatokat.

Megoldási Lehetőségek

A hitelminősítők befolyása megkérdőjelezhetetlen, feladataik sokrétűek, hibáik globális válságot okoztak. A jelenlegi regulációs folyamat kiküszöbölte az alapvető hibákat, de még nem tökéletes a rendszer. Hogy a feladataikat maradéktalanul és befolyásolástól mentesen tudják ellátni, ahhoz további akár drasztikus lépéseket kell tenni. A következő fejezetben az általam kigondolt megoldásokat vázolom.

1. Jogi szabályozási lehetőségek

A megkezdett szabályozásokat folytatni kell, erősíteni kell az ellenőrzéseket. Le kell zárni a meglévő kiskapukat és következetesen be kell tartatni a törvényeket. Meg kell alkotni a törvényi feltételeit a felelősségre vonásnak. Büntető jogi és gazdasági kártérítési lehetőségének megteremtése. A jogi védelem megteremtése, hogy a minősítők biztosítva legyenek annak lehetőségétől, hogy valamely személy vagy szervezet megpróbáljon nyomást gyakorolni rájuk.

2. SEC aktív felügyelet

A cég vezetésébe és a felügyelő bizottságba a SEC delegálhasson tagot, a minősítési folyamatban részt vehessen. Ez a verzió megadja annak a lehetőségét, hogy a SEC aktív részese legyen a minősítők munkájának. Az időszakos ellenőrzés feleslegessé válik, folyamatos felügyeletet gyakorolnak a cégek felett.

Ezen elképzelés túl radikális és nem is lenne nagy támogatottsága, de mindenképpen elégséges védelmet biztosítana, a minősítők zavartalan és befolyásolástól mentes munkájához.

3. Az átruházott SEC jogok visszavétele

A jogalkotó olyan jogszabályt alkotna, ami a NRSRO-tól visszavenné a szuverén államkötvények minősítésének jogát. A pénzügyi lobbiz ezen lehetőség esetén biztos dühödt támadásba lendülne, és véleményem szerint a törvényalkotás előszobájáig sem jutna. Pedig ezen módon elkerülhető lenne, hogy befektetési csoportok, spekulánsok bármely ország állampapírjaival short-olást végezzenek.

4. Régiós minősítők létrehozása

Az Egyesült Államok, az EU, Japán, nemzeti szintű hitelminősítőket hoznának létre, ellensúlyozva az NRSRO erejét. Ha ezen szervezetek, mindig hatályos, világos, következetes és legfőbbképpen független elemzéseket adnának ki, akkor a piaci szereplők fokozatosan elfogadnák őket. Ehhez szükség van stabil pénzügyi háttérre, jogszabályban garantált függetlenségre.

5. A pénzügyi modell megváltoztatása

Talán ez a megoldás lenne a leggyorsabb, leghatékonyabb, és legolcsóbb mindközül. Lévéen a hitelminősítők a „kibocsájtó fizet” (Issuer pay) modellt alkalmazzák. Ezen modell működéséről, összeférhetetlenségéről már részletesen írtam. Tehát ha a hitelminősítők, az NRSRO végleg szakítna ezzel a modellel, és visszatérne az 1970 előtti modellre, ahol a befektető kérte fel a minősítőt egy adott eszköz minősítésére akkor az összeférhetetlenségről nem is beszélhetnénk. Valamint a cégeket külön kéne választani a minősítést végző és a tanácsadást végző cégekre. Megszűnne annak a gyakorlata, hogy tanácsot ad egy eszköz létrehozásához a minősítő, majd el is végzi az általa készített eszköz minősítést.

Személyes véleményem, hogy ha nem fog folytatódni a szabályozási folyamat ezen megoldási lehetőségek, vagy egyéb megoldások mentén, amik garantálják a minősítés objektivitását, akkor a hitelminősítők nem tudják majd megakadályozni a következő buborékok kialakulását. A hitelminősítők egyfajta záró szelepet töltenek be a pénzügyi világban. Megfelelő esetben a nemkívánatos, vagy túlzottan kockázatos eszközöket nem engedik a piacra, megóvva a befektetőket, befektetési alapokat, nyugdíjalapokat.

Európai Unió hitelminősítő szervezet lehetősége

Mivel a három nagy hitelminősítő közül csupán a *Fitch Ratings* esetén mondhatjuk, hogy európai, és ő sem kimondottan az EU-s befektetők irányítása alatt áll, így felmerül újra az EU által létrehozott hitelminősítő szervezet megalakítása. Ha az EU Bizottság és Parlament hajlandó és képes lenne ennek a szervezetnek a megalakítására, akkor kettő - három éven belül reális esély lenne, hogy konkurenciát tudna teremteni az amerikai minősítőkkel szemben.

Ennek egyik legfontosabb lépése a konszenzus lenne, hiszen minden tagállamnak el kellene fogadni a felállított szervezet értékelését. A megfelelő jogokkal, hogy az értékelés eredményét a minősített tagállam kommentálhassa. A széles jogkörökkel felruházott szervezetnek joga lenne a következő feladatok ellátására.

EU hitelminősítők joga

- A tagállamok szuverén államadósságát, valamint az önkormányzatainak államadósságát minősíteni és elvégezni az utólagos felülvizsgálatokat.
- Joga lenne az EU területén bejegyzett vállalatok kötvényeinek minősítésére.
- Joga lenne bármely európai székhelyű vállalat hitelminősítésére, aminek a költségét a befektető fizetne megrendelésre.

Jogi szabályozás és EU ellenőrzési jog

A széles jogkörök mellett a szervezet és az alkalmazottak felett szigorú ellenőrzési joga lenne az EU-nak.

- A szervezetet kötelezni kellene, hogy az átláthatóságot minden esetben biztosítsa.
- Az összeférhetetlenség elkerülése érdekében az szervezet alkalmazottainak el kell tűnniük vagyoni helyzetük, és nemzetbiztonsági kockázatuknak rendszeres ellenőrzését.
- A minősítési folyamat minden lépése, az alkalmazott módszerek legyenek nyilvánosak.
- Csak a nyilvános adatokat lehessen elhasználni, illetve a nem nyilvános adatok felhasználását szigorú feltételekhez kell kötni. Ezeket minden esetben jelezni kell a minősítés nyilvánosságra hozatalakor.
- Felelősség vállalása a kiadott minősítésekért. Ezen fontos kötelezettség biztosítaná, hogy a befektetők megbízhatnak az EU szervezetében.

Az EU által létrehozott szervezet alkalmazottainak, vezetőinek a kiválasztása, az EU illetékes biztosának irányításával történne meg. A szervezet tulajdonosa az EU lenne, felügyeletét az illetékes EU biztos irányításával egy bizottság látná el. A jogi kötelezettségek mellett a jogi védelmet is biztosítani kell számukra, hogy az összeférhetetlenség és befolyásolhatóság minél kisebb legyen.

Ha az EU képes és hajlandó ezen irányba lépni, és a felügyeletet a zavartalanságot biztosítani, akkor az objektív és elszámoltatható szervezet képes és alkalmas lesz arra, hogy megtörje az Egyesült Államokbeli minősítők hegemoniáját.

Végző soron a kérdés tehát nem az, hogy a hitelminősítők jól vagy rosszul végzik e a munkájukat, hanem inkább az, hogy képesek lesznek e betölteni a szabályozó szerepüket, vagy további válságokat szabadítanak rá a világra.