

Горан Радивојац¹

НОВА РЕГУЛАЦИЈА РЕЈТИНГ АГЕНЦИЈА И ЊЕН УТИЦАЈ НА ФИНАНСИЈСКА ТРЖИШТА

THE NEW REGULATION OF RATING AGENCIES AND ITS INFLUENCE ON FINANCIAL MARKETS

Резиме

Криза глобалној финансијској тржиштини у прошлој години је еволуирала у кризу еврозоне. У јавности земаља чланица Европске уније, нарочито у политичким дискусијама „евро-политичара“, као главни кривац за новонасталу ситуацију обилежене су рејтинг агенције. У овом раду говори се о улози и историјском развоју рејтинг агенција, елементима рејтинговања и њиховој пословној пракси. Уважавајући чињеницу да рејтинг агенције данас имају доминантну улогу у усмеравању токова капиталала на глобалном нивоу, у тексту који слиједи презентовано је виђење аутора актуелних дешавања на финансијским тржиштима. Закључци представљају синтезу теоријских ставова различитих аутора о наведеној теми и информација расположивих у јавности чије тумачење износи аутор на основу свој до сада стеченој знања и искуства у овој области.

Кључне ријечи: *рејтинг агенције, рејтинговање, кредитни рејтинг, регулација рејтинг агенција, криза еврозоне.*

Summary

The crisis in global financial markets, in the last year, has evolved into a crisis of the euro zone. In the countries of the European Union, especially in political discussions of “Euro-politicians” rating agencies are marked as the main culprit for the

¹ Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, goran.radivojac@efbl.org

new situation . This paper discusses the historical development and the role of rating agencies, the rating elements and their business practices. Recognizing the fact that rating agencies now play a dominant role in directing capital flows at the global level, in the text that follows the author presents the current events in financial markets. The conclusions are a synthesis of theoretical views of different authors on the topic and the information available to the public whose interpretation the author presents based on his so far acquired knowledge and experience in this field.

Keywords: *rating agencies, rating, credit rating, rating agencies regulations, eurozone crisis.*

Увод

У протеклој години у јавности је вођена расправа о посљедицама финансијске кризе у еврозони, уз општу сагласност да су рејтинг агенције погоршале кризу, као и да методологија коју користе ове агенције понекад има више везе с политиком него с основама економске теорије. Чињеница јесте да рејтинг агенције могу и да погријеше, као што је то био случај код хипотекарних кредита у САД који су били иницијална каписла рецесије из 2008. године, али поједностављен приступ елаборацији узрочника кризе, са нагласком на рејтинг агенције, може довести до погрешних закључака у погледу будућих трендова развоја финансијских тржишта.

Такође, званични представници земаља Европске уније сматрају да су рејтинг агенције својим дјеловањем продубиле актуелну финансијску кризу тиме што су исувише строго и пребрзо снизиле кредитни рејтинг дужничких финансијских инструмената које су емитовале поједине земље, чланице еврозоне. У бројним дебатама се поставља и питање сукоба интереса, јер рејтинг агенције наплаћују услуге од финансијских институција и других емитената чије хартије од вриједности рангирају. Наведене констатације су само груба слика функционисања савремених економских система у кризним условима и њихове осјетљивости на перцепцију и ставове инвеститора. Рејтинг агенције су само једна у низу карика у ланцу одлучивања менаџмента инвестиционих компанија, пензионих фондова, осигуравајућих друштава и других институција колективне штедње. Не улазећи у оправданост и интензитет критика на рад рејтинг агенција у протеклој години, у овом чланку се говори о историјском контексту настанка рејтинг агенција, основним детерминантама њиховог функционисања, елементима рејтинговања, као и о практичним аспектима њиховог пословања.

Циљ овог рада је да се на систематичан и актуелан начин објасни функционисање модерних рејтинг агенција и укаже на слабости и недостатке њиховог дјеловања на савременим финансијским тржиштима.

1. Историјски контекст и основне детерминанте функционисања модерних рејтинг агенција

Рејтинг агенције (енг. *Credit Rating Agencies*) су специјализоване компаније које се баве прикупљањем релевантних информација о одређеном емитенту и његовом пословању, анализом тих информација и, на основу резултата проведене анализе, давањем оцјене кредитног рејтинга емитента дужничких хартија од вриједности.

Кредитни рејтинг је могуће дефинисати као издвојено мишљење рејтинг агенције о општем (па тако и кредитном) бонитету пословног субјекта – емитента, или о његовој специфичној кредитној способности везаној за конкретну дужничку хартију од вриједности, или било коју другу финансијску обавезу коју пословни субјект - емитент преузима, или има намјеру да преузме.

Према дефиницији Комисије за хартије од вриједности САД² (*US Securities and Exchange Commission (SEC)*), кредитни рејтинг одражава мишљење рејтинг агенције, на одређени датум, о кредитној способности одређене компаније, хартије од вриједности или дужничког инструмента. Према тумачењу Међународне асоцијације Комисија за хартије од вредности (*International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*)³ и Комитета европских Комисија хартија од вриједности (*Committee of European Securities Regulators (CESR)*)⁴, кредитни рејтинг је стручно мишљење у погледу кредитне способности ентитета, његових кредитних обавеза, одређеног дуга или самог емитента дуга, изражен на основу претходно дефинисаног и објављеног система рангирања.⁵ Дакле, рангирање само по себи није препорука за куповину, продају, и сличне активности на финансијском тржишту. Рејтинг агенција даје мишљење о кредитној способности емитента или одређеног финансијског инструмента, тј. процјењује вјероватноће да ли ће емитент извршити своје обавезе у планираној и јавно објављеној динамици измирења обавеза по основу емитованих хартија од вриједности. Свакако, треба знати да извјештавање о кредитној способности емитента није исто што и рејтинговање, јер кредитна способност подразумијева оцјену о способности компаније или другог правног или физичког лица да плати своје финансијске обавезе о роковима доспијећа. Још у 19. вијеку, функције које данас обављају агенције за кредитни рејтинг вршиле су три врсте институција: специјализована пословна и финансијска штампа, агенције за оцјену кредита (енг. *credit reporting agencies*) и инвестициони банкари.

² <http://www.sec.gov>

³ <http://www.iosco.org>

⁴ http://ec.europa.eu/internal_market/securities/cesr

⁵ Опширније: Langohr, H., Langohr, P. (2008). *The rating agencies and their credit ratings*. Wiley Finance, p. 24.

Специјализована пословна штампа је извјештавала о условима пословања појединих компанија, али и читавих привредних грана. Први који је објављивао овакве информације био је лист америчке жељезнице (енг. *American Railroad Journal*), који је штампан 1832. године. Хенри Варнум Пур (*Henry Varnum Poor*) је постао уредник овог листа 1849. године, а касније је почео да објављује Пурсов Приручник за жељезнице САД (енг. *Poor's Manual of the Railroads of the United States*).

Компанија Пур је већ 1916. године почела активности на извјештавању о кредитној способности емитената кредитних инструмената. Своје анализе и извјештаје ова компанија је објављивала у сукцесивним временским периодима. У релативно кратком периоду извјештаји које је објављивао Пур постали су цијењени у стручној јавности, те је Пур почео да шири своје пословање. Агенција Стандард статистикс (енг. *Standard Statistics*) је прва упозорила на надоласећи на крах берзе 1929. године. Након опоравка финансијских тржишта САД од посљедица велике економске кризе 1929 - 1934. године, долази до спајања предузећа Пур са предузећем Стандард, које је у то вријеме било једно од водећих у области пословне статистике. Самим тим, од 1941. године почиње да послује једна од водећих агенција Стандард и Пур (S & P). Ова агенција данас запошљава више од 6.300 високостручних аналитичара, који су ангажовани у канцеларијама, које послују у 23 земље. Статистике показују да је до 2009. године ова агенција је објавила 870.000 нових и обновљених рејтинга, а тренутно процјењују преко 32.000 милијарди америчких долара дуга.

Агенција Фич (енг. *Fitch Publishing Company*) основана је 1913. године – власник је био Џон Ноулс Фич (*John Knowles Fitch*) са сједиштем у Њујорку, а главни клијенти су биле берзе САД-а. Агенција Фич је у веома кратком року преузела водећу улогу у креирању финансијских статистика које су користиле инвеститорима приликом доношења одлука, а још 1924. године објавили су познату скалу рејтинга од “ААА” до “Д”. Убрзани раст и развој ове рејтинг агенције креће 1989. године када је извршена докапитализација компаније и започето амбициозно ширење финансијских услуга које су превазилазиле финансијске статистике. Језгро пословања ове компаније чине активности ускеспецијализоване за поједине глобалне инвеститоре – нпр. анализе комплексних кредита, праћење дневних кретања на финансијском тржишту и сл. Процјењује се да агенција Фич, са сједиштима у Лондону и Њујорку, има више од 2.000 запослених високообразованих аналитичара који су специјализовани за одређене области и 51 канцеларију које дјелују на финансијским тржиштима широм свијета. Ова агенција објављује независне процјене кредита, финансијских истраживања и информација без којих савремене компаније, банке и осталу учесници на финансијским тр-

жиштима *de facto* не могу пословати. Уколико неко жели извршити емисију обвезница, подразумева се да је прије саме трансакције на примарном тржишту обвезница потребно процијенити кредитни рејтинг емитента, чиме се баве искључиво ове агенције. Супротно перцепцији која је створена у јавности, агенција Фич није у власништву резидената САД-а, већ подружнице компаније *Fimalac* чије је сједиште у Паризу, иако су коријени наведене агенције везани за САД.

Међутим, прву праву рејтинг агенцију основао је Џон Муди (*John Moody*) 1909. године. Мудис (енг. *Moody's*) је дио Мудис инвесторс сервиса (енг. *Moody's Investors Service*), и запошљава више од 4.500 финансијских стручњака у 26 земаља широм свијета, с главним сједиштем у Њујорку, а годишње пословање завршава с приходима од приближно 2 милијарде \$. Ова агенција објављује финансијске анализе и рејтинге за преко 110 земаља, 12.000 компанија, 25.000 финансијских институција и 106.000 финансијских уговорних обавеза.

Полазећи од претпоставке да је оснивање ове агенције исходишна тачка, може се рећи да су се рејтинг агенције историјски развијале у четири фазе.

Прва фаза је трајала од 1909. године до 1943. године. Након завршетка Првог свјетског рата, просперитета у 20-им годинама 19 вијека, појавио се велики број приватних и јавних емитената који су до тада широј јавности били непознати, рејтинг агенције су интензивно шириле своје пословање. То је био и основни разлог дефинисања првог регулаторног оквира који је уређивао дјеловање рејтинг агенција, а објављен је 1930. године.

Друга фаза, од 1944. године до 1969. године, била је период финансијске и економске стабилности, те је самим тим ово био период стагнације у развоју рејтинг агенција.

Трећа фаза је везана за период од 1970. године до 2001. године, који су карактерисали велики економско – политички „шокови“.

Четврту фазу развоја рејтинг агенција, од 2002. године до данас, карактеришу значајне промјене у самом начину рејтинговања, уз сталну експанзију. Промјене су вођене великим бројем неочекиваних корпоративних банкротстава, огромним растом на финансијском тржишту, као и доминацијом интернетске комуникације.

У литератури је дефинисано шест главних макроекономских фактора који су детерминисали развој рејтинговања, а то су:⁶

- финансијско посредовање путем финансијског тржишта,
- институционализација инвестиција,
- убрзане промјене у пословном окружењу,
- сложене финансијске иновације,

⁶ <http://www.sec.gov>

- глобализација међународног тржишта капитала, као и
- коришћење оцјена рејтинг агенција по налогу регулатора.

Финансијско посредовање путем финансијског тржишта подразумева креирање директног пословног односа између добављача и корисника финансијских средстава без депозитних финансијских институција (нпр. банка). Овај специфичан однос је створио нову потребу учесника на финансијском тржишту за оваквом детаљном анализом свих трансакција емитента (енг. *due diligence*), што је у основи сваке оцјене кредитног рејтинга.

Институционализација инвестиција је креирала нове употребне могућности кредитног рејтинга и могућности за развој кредитног рејтинга у облику каквог га данас познајемо. Са повећањем обима укупних инвестиција на тржиштима капитала институционални инвеститори су се појавили као најважнија и најликвиднија врста инвеститора за већину емитената. Они, прије свих осталих, користе оцјене рејтинг агенција приликом куповине обвезница и других кредитних инструмената на финансијском тржишту.

Убрзане промјене у пословном окружењу шире потребу за кредитним рејтингом, јер се на тржишту појављује све већи број емитената чију је пословну будућност веома тешко предвидјети без специјализованих знања о појединим секторима. Ово не значи да сами по себи емитенти постају ризичнији, већ то подразумева да је много теже утврдити да ли је неки појединачан емитент кредибилан или није.

Сложене финансијске иновације јесу значајна могућност за раст и развој кредитног рејтинговања. Увођење нових производа и развој технологије утиче на развој и ширење тржишта капитала. Све више финансијских производа постаје сложеније и иновативније, те стога постоји и већа потреба за услугама рејтинг агенција у смислу лакше идентификације и поједностављења разумијевања ризика инвестирања од стране самих инвеститора.

Глобализација међународног тржишта капитала кроз жељу инвеститора за постизање међународне диверзификације њихових портфолија створила је већу могућност за раст и развој рејтинг послова. Може се рећи да је кредитни ризик у пословним портфолијима банкарских кредита био мањи него у диверсификованим портфолијима корпоративних обвезница, јер је дисперзија комерцијалних банкарских кредита знатно ужа од дисперзије инвестиција инвеститора на тржишту капитала. Ова ситуација има за последицу да инвеститори на тржишту капитала *de facto* плаћају већу цијену по јединици ризика него што би то биле спремне да прихвате комерцијалне банке, као и да комерцијалне банке радо секјуритизују кредите и користе тржиште финансијских деривата како би што боље диверсификовале свој кредитни ризик.

Распорице користићења оцјена рејтинг агенција по налогу реулактора је превасходно индукован захтевима регулаторних тијела на националном и међународном нивоу у погледу управљања ризиком и смањења изложености ризику финансијских институција, а нарочито институционалних инвеститора. Може се рећи да је некритичка „сугестија“ регулаторних органа инвеститорима да приликом доношења инвестиционих одлука обавезно користе услуге рејтинг агенција креирала потражњу за оцјенама рејтинг агенција и увела их у пословну праксу као незаобилазан фактор.

На основу наведеног, може се рећи да је окружење у којем дјелују кредитне агенције данас веома динамичан простор, у коме циркулише више од 750.000 различитих хартија од вриједности, емитованих од преко 42.000 емитената, укупне вриједности од најмање 30.000 милијарди \$, у више од преко 100 земаља.⁷

2. Елементи рејтинговања

Оцјена кредитног рејтинга подразумијева аналитичку конзистентност и компаративну искористивост специјализованих стручних знања у одређеној области.⁸ У оквиру припремних активности за одређивање рејтинга, рејтинг агенције користе фундаменталну анализу свих ризика које носи савремено финансијско пословање. Анализа почиње пословним анализама, уз наглашено детаљно испитивање пословања компаније у претходном периоду, пројекцију новчаних токова, као и процјену будућих зарада.

Таква анализа је неопходна, јер је пројекција будућег пословања и новчаних токова емитента од примарне важности за било којег зајмодавца, јер он превасходно жели да буде сигуран да ће главница са припадајућом каматом бити враћена на вријеме.

Најједноставнији приказ елемената рејтинговања дат је у прегледу како слиједи:⁹

- Анализа ризика пада пословне активности у компарацији са анализом потенцијала за раст пословања емитента;
- Пројекција готовинског тока емитента у компарацији са књиговодствено исказаним добитком;

⁷ Bolger, R.M., Managing Director, Global Regulatory Affairs & Associate General Counsel – Standard & Poor's. (2005). The credit rating agency duopoly relief act of 2005, Testimony before the House Subcommittee on Capital Markets. *Insurance and Government Sponsored Enterprises*, June 29, pp. 1 – 17, Exhibit A.

⁸ McVea, H. (2010). Credit rating agencies, the subprime mortgage debacle and global governance: the EU strikes back. *International & Comparative Law Quarterly*, Vol. 59, Issue 3, pp. 701-730.

⁹ Atkinson, R., Managing Director, Global Capital Markets, Morgan Stanley. (2006). DPWN: The initial credit rating of a major corporation, January 13, 1 – 20, p. 8.

- Квалитет зараде - профита (тј. стабилност и предвидљивост) у компарацији са зарадом по акцији и стопама пројектованог раста;
- Очекивања у будућем периоду: средњорочна / дугорочна перспектива;
- Компаративне анализе са сличним компанијама и оцјена конкурентске позиције;
- Филозофија менаџмента и политике, које укључују финансијски ризик;
- Флексибилност структуре капитала и ликвидност.

У савременим условима пословања кредитори посматрају ризик компанија вишедимензионално - тј. посматрају одређене компаније и њихово пословање у оквиру одређене привредне гране и/или пословање свих компанија у оквиру једне земље као јединственог економског простора.

Утврђивање кредитног рејтинга, у основи, подразумејева широк спектар детаљних анализа утицаја различитих фактора на финансијски просперитет компаније у будућности. Неријетко се утврђивање кредитног рејтинга поистовјећује са финансијском анализом. Међутим, процес утврђивања кредитног рејтинга обавезно започиње проценом пословања емитента и његове конкурентске способности, уколико је ријеч о емитенту који није јавни ентитет. Често је могуће да су два емитента оцијењена потпуно различито иако су њихови финансијски показатељи готово идентични, а све због различито оцијењених пословних могућности и изазова који пред њима стоје у будућности.

У основи, анализа у сврху оцјене кредитног рејтинга врши се у два засебна подручја – анализа ризика пословања (ризик пословног окружења) и анализа финансијског ризика. Најчешће је ризик пословног окружења синтеза ризика специфичног за компанију (несистемски ризик) и ризика земље (системски ризик) - ризика посматране економске цјелине. Несистемски ризик се најчешће оцјењује из угла капацитета задуживања одређене компаније, као и природе њене финансијске политике – нпр. ниво финансијске „агресивности“ менаџмента код финансирања нових пројеката.

Процјена ризика пословања подразумејева оцјену ризика земље, ризика привредне гране и ризика специфичног за одређену компанију. Ризик земље је детерминисан економском динамиком земље и економском политиком владе. Влада својом политиком утврђује оквир и правила ангажовања по којима сва предузећа послују и која за њих јесу обавезујућа по сили закона. Ризик земље је ограничавајућа варијабла кредитног рејтинга који компанија може да оствари, тако да је у земљи која је оцијењена као земља високог ризика, најбоље компаније, без обзира на своје економске могућности, у будућем периоду неће моћи да постигну највиши кредитни рејтинг. Приликом процјене ризика земље, рејтинг агенције прате функционалност политичког и правног система, степен у коме влада помаже

или омета свакодневно пословање, корупцију, квалитет инфраструктуре и људског капитала, степен развијености финансијских тржишта а посебно локални банкарски систем – каматне стопе, инфлацију и девизни ризик. Од великог значаја је функционисање и поузданост рачуноводственог система, те макроекономска стабилност.

Оцјена привредне гране је битна, јер просперитет одређене привредне гране лимитира и могућности сваке поједине компаније из те гране. Од посебног значаја је анализа постојеће привредне структуре, трендова развоја и нових услуга у односу на окружење. Утицај привредних циклуса на привреду и могућност уласка нових конкурената представљају основ за процјену нестабилности у пословању појединих компанија.

Ризик специфичан за компанију је дио завршне анализе ризика пословног окружења и укључује идентификацију кључних конкурентских фактора за сваку посебну компанију - цијена, квалитет услуге и сл. Оцјена овог ризика подразумијева посматрање тржишног удјела, раста продаје, структуре производа, квалитета менаџмента, задовољства акционара и сл.

Анализа финансијског ризика је усмјерена на оцјену способности компаније да измирује своје обавезе о роковима доспијећа и издржи непредвиђене финансијске ситуације. Овом анализом рејтинг агенције провјеравају финансијску моћ и слабости компаније. Финансијски показатељи се користе за одређивање трендова, поређење са конкуренцијом, али и као основа за предвиђање очекиваних резултата пословања у будућем периоду. Ова анализа се ослања и на резултате проистекле из анализе ризика пословања. Резултати анализе ризика пословања и анализа финансијског ризика омогућавају оцјену бонитета компаније и утврђивање кредитног рејтинга.

Дакле, завршну фазу процеса рангирања представља утврђивање нивоа кредитног ризика и његово позиционирање на скали глобалног – унапријед дефинисаног спектра кредитног ризика на посебној скали. Рангирање компаније омогућава праћење и континуирану процјену квалитета кредитног потенцијала компаније током времена. Рејтинзи се најчешће означавају абecedним словима. Дугорочни рејтинзи се класификују као што је дато у сљедећој табели:¹⁰

Мудис	Сип	Фич
Ааа	ААА	ААА
Оцјена ААА указује на изузетну сигурност емитента, високу стабилност економије за инвестирање, као и емитента без кредитног ризика/највиши ранг емитованих инструмената дуга. Способност емитента да изврши обавезе у погледу плаћања камата и главнице се процјењује као веома висока. Генерално, овај ранг подразумијева мали ризик од неизвршења обавеза.		

¹⁰ Ерић, Д. (2003). *Финансијска тржишта и инструменти*. Београд: Чигоја штампа, стр. 302-303.

Aa	AA	AA
Оцјена AA показује јаку сигурност емитента, економија је стабилна и сигурна за инвестиције, са ниским ризиком инвеститора/висока способност отплате камате и главнице. Разлику у односу не треба тражити у чињеници да инструменте овог ранга не прати висок ниво заштите, као што је то случај код претходног нивоа.		
A	A	A
Оцјена А указује на добру сигурност емитента. Економија је сигурна за инвестиције, осим у случају непредвиђених поремећаја који би имали штетан утицај на целокупну економију, или на поједине привредне гране/велика способност плаћања камате и главнице. У основи, постоје недоумице у погледу реакција на промјену околности и економских услова, што и овим инструментима даје већи ризик од инструмената највиших рангова.		
Baa	BBB	BBB
Оцјена BBB означава довољну сигурност. Емитенти са овом оцјеном су средње сигурног нивоа за инвестирање, са могућим проблемима погоршавања економске ситуације. Емитенти овог ранга имају задовољавајући ниво способности отплате камате и главница. Ријеч је о инструментима средњег ранга, који у нормалним околностима нуде довољан ниво заштите инвеститорима. Због негативних промјена у економији и непредвиђених околности, способност емитента да уредно извршава преузете обавезе биће значајно умањена.		
Ba	BB	BB
Оцјена BB указује на сигурног емитента. Финансијска стабилност оцијењена је као довољна, али могућност да дужник изврши своје обавезе зависи од стабилности и позданости дугорочне политике. Емитент са овом оцјеном осјетљив је на економске и политичке околности, и јако је тешко предвидјети реакције у непредвиђеним ситуацијама. Инструменти са овим рангом у основи имају спекулативни карактер. Будућност је прилично неизвјесна због постојања најнижег нивоа спекулације.		
B	B	B
Оцјена B показује ниску сигурност емитента - реално је очекивати погоршавање економске ситуације. Такође, могућност извршења обавеза високо је зависна од економских и других дешавања. Инструменти ове класе сигнализирају инвеститорима постојање већег нивоа ризика - шансе да ће обавезе по основу камата и главнице бити исплаћене о року доспијећа су врло слабе.		
CaаCaC	CCCCC	CCCCC
Оцјене Ц карактеришу екстремно ризичне емитенте. Због израженог проблема неликвидности, ови емитенти имају висок ниво ризика од банкрота, са врло дискутабилним стањем у погледу извршавања обавеза насталим по основу кредита. Ријеч је о емитентима изузетно високог ризика и са великом неизвјесношћу у погледу будућих плаћања. За инвеститоре постоји велика опасност да потраживања по основу камата и главница никада неће наплатити.		
D	D	D
Оцјене Д указују на извјестан банкрот, или трајну неспособност плаћања емитента. Другим ријечима: плаћање камата и главница по овим инструментима не може бити очекивана са било каквом сигурношћу – највећи ризик.		

Оцјене могу имати знак плус (+) или минус (-), чиме се указује на извјесне разлике у погледу стабилности ранга. Инструменти емитената највишег квалитета су они са ознаком ААА или Ааа, док су Д најгорег квалитета. Међутим, повољна оцјена кредитног рејтинга никако не значи исто што и препорука за инвестирање, нити може да буде став о тржишној цијени хартије од вриједности или ликвидности самог емитента.

3. Практични аспекти пословања рејтинг агенција – посљедице и перспективе

Глобална финансијска криза је указала на озбиљне слабости у управљању глобалним финансијским системом, откривајући слабости у међународној финансијској структури и пратећем регулаторном апарату. Као акутан се показао проблем неадекватне регулације активности рејтинг агенција како на развијеним локалним тржиштима тако и у међународним оквирима. Како је већ наглашено, задатак рејтинг агенција није давање препорука инвеститорима, а још мање је то давање гаранције у погледу кредитне способности емитента. Рејтинг агенције су, према мишљењу неких аутора,¹¹ одиграле кључну улогу у промовисању нових финансијских производа на глобалном нивоу. У протеклом периоду оцјене рејтинг агенција јесу компромитоване у јавности због недовољне транспарентности природе њиховог пословног ангажмана са одређеним бројем емитената.

У практичном пословном смислу, три рејтинг агенције - Фич, Мудис, и СиП представљају носиоце активности у домену утврђивања кредитног рејтинга емитената широм свијета. Након својеврсног „пословног пропуста“ или „пословног промашаја“ везаног за утврђивање рејтинга инструмената директно везан за институционалне инвеститоре на тржишту САД-а (нпр. Леман брадерс банка), рејтинг агенције су покушале да објављивањем својих извјештаја обнове повјерење јавности које је било упитно након 2007. године. Тако је, желећи да нагласи објективност и вјеродостојност својих активности, агенција СиП објавила анализу након које је снизила кредитни рејтинг САД с највишег, “ААА” на “АА +” с нагласком на врло вјероватан даљи пад рејтинга у складу са прецепцијом будућих кретања у економији САД-а. На тај начин је најоштрији критичар задужености САД-а постала агенција СиП која се експлицитно изјаснила по питању рејтинга.

¹¹ McVea, H. (2010). Credit rating agencies, the subprime mortgage debacle and global governance: the EU strikes back. *International & Comparative Law Quarterly*, Vol. 59, Issue 3, pp. 701-730.

С друге стране, државне институције сматрају да се ради о објави “*иоказатеља рушења стабилности финансијског тржишта*”. Владе најразвијенијих земаља, инвеститори и остале финансијске институције оштро су критиковали рејтинг агенције као главне кривце за развој глобалне финансијске кризе у 2008. Години, те стагнирања финансијског тржишта које је услиједило након тога. Наиме, све три поменуће агенције су до тада давале највише рејтинге широком распону инвестиционих кредита који су се показали веома непоузданим, а већином су се односили на трговање стамбеним хипотекарним кредитима - америчко тржиште некретнина, што је имало директно везу са банкротом Леман брадерс банке (високи рејтинг је објављен само мјесец прије објаве банкрота), те након тога са ширењем неповјерења у финансијске услуге на свјетским тржиштима. Као што је већ речено, након глобалне рецесије агенције су постале оштрије и критичније у процјенама кредитног рејтинг различитог спектра емитената.

Дакле, све три водеће агенције давале су највише оцјене нискоквалитетним хипотекарним кредитима који су се финансијским трансакцијама проширили свјетским тржиштима и на тај начин учинили безвриједним читаве портфолије финансијских инструмената. Због тога рејтинг агенције и јесу оптужене за непажњу, несмотреност у пословању, те, у најгорем случају, за намјерно дестабилизовање финансијских тржишта. Треба посебно нагласити да поменуће агенције имају реално велику моћ и доминантан утицај на функционисање финансијских тржишта, јер се њиховим анализама и извјештајима користе финансијски регулатори широм свијета. Може се рећи да је досадашње пословање рејтинг агенција било детерминисано на принципима “саморегулације”, засновано на етичком кодексу који је објавила Међународна организација комисија за хартије од вриједности (IOSCO).

У посљедње вријеме готово свака стручна и научна расправа о кризи у еврозони, у највећем дијелу, бави се дјеловањем рејтинг агенција, које *de facto* својим оцјенама повећавају или смањују трошкове задуживања емитената – компанија, банака, држава на финансијском тржишту. Рејтинг агенције су снижавале оцјене и емитентима који су били у јавно објављеном режиму штедње и финансијске консолидације, што је отежавало и компликовало њихов финансијских опоравак и повратак на самостално финансирање на тржишту. Због тога је Европска комисија у неколико наврата оштро реаговала и најавила могућност увођења рестрикција у пословању рејтинг агенција. Не спорети да су рејтинг агенције важан фактор у финансијском тржишту, Европска комисија је усвојила сет мјера који би негативне ефекте процјена требао држати под контролом. Конкретно, данас Грчка има ниво кредитне способности сличан ономе који има Египат након „револуције“

из 2011. године, те је у таквим околностима, веома тешко реализовати планиране кораке консолидације финансијског система унутар еврозоне.

Услед тога, Комесаријат за унутрашње тржиште при Европској комисији, креирао је низ мјера које би актуелну ситуацију у финансијском сектору ставиле под контролу и дале простора Комисији да у дјело проведе пројекте финансијске консолидације. Дакле, Европска комисија је заузела јасан и недвосмислен став и тренутно стање сматра незадовољавајућим у погледу важећих критеријума за финансијски сектор, те је због тога и усвојен сет одлука којима се уводи знатно строжа контрола у овој области.

Сетом нових правила предвиђена је неспојивост савјетодавних услуга са услугама утврђивања кредитног рејтинга, као и ниво квалитета и основности информација које су подлога за утврђивање кредитног рејтинга и сл.

Такође, рејтинг агенције ће бити обавезне да јавно објаве моделе, методологију и основне претпоставке на основу којих произилази процес вредновања, а биће и у обавези да објављују и годишње извјештаје о транспарентности (слично као код ревизорских друштава) - предвиђени су интерни механизми контроле свих рејтинг вредновања. Ови законски прописи су усмјерени ка достизању јасних циљева – раст повјерења у финансијска тржишта, регистрацију рејтинг агенција и сл. На примјер, када рејтинг агенције, чији се годишњи промет процјењује на око 3,83 милијарди евра, буду ушле у процес регистрације за обављање своје дјелатности у Европској унији, мораће одмах да се пријаве Одбору за европску регулацију хартија од вриједности (CESR). Овај одбор ће њихове захтјеве предати појединим националним регулаторима, који ће о њима одлучивати у даљем поступку итд.

Истовремено са успостављањем нове регулативе, у Франкфурту су почели прелиминарни разговори о оснивању једне респектабилне европске агенције за кредитни рејтинг. Преговори се воде између Франкфуртске берзе (њем. *Deutsche Börse*), удружења Франкфурт мајн финанс (њем. *Frankfurt Main Finance*) и Владе њемачке савезне покрајине Хесен (њем. *Hessen*). Јасан циљ ових активности је стварање независне европске установе за оцјену кредитног рејтинга, или можда читаве групе мањих европских агенција како би се креирала вјеродостојна конкуренција на тржишту у односу на водеће агенције из САД-а.

Ситуација је додатно усложњена тзв. „одговором“ кредитних агенција на ове политичко – економске мјере у новембру и децембру 2011. године. СиП је почетком децембра најавила могуће снижавање кредитног рејтинга за петнаест европских земаља, укључујући и оне до тада оцијењене највишим рејтингом ААА - Њемачку и Француску (*Познатија је кардинална ирешка рејтинг агенције СиП у вези са покушајем смањења кредитног рејтинга*

Француској). Ова оцјена рејтинга СиП временски се подударила са доношењем опсежног пакета „стабилизационих мјера“ у еврозони те споразумом Њемачке и Француске у циљу спашавања еврозоне.

Стиче се утисак да сада снижењем или пријетњом снижења рејтинга, рејтинг агенције желе да управљају тржиштима капитала, мотивишући инвеститоре (*нарочито институционалне инвеститоре – пензионе и инвестиционе фондове и сл.*) да купују или продају хартије од вриједности одређених емитената, што за посљедицу има директан утицај на кретање цијена хартија од вриједности и берзанских индекса. Полазећи од чињенице да свјетски медији масовно и често некритички преносе оцјене рејтинг агенција као ударне вијести дана, психолошки ефекат које оне имају на јавност може имати вишеструко негативне финансијске ефекте на глобалном нивоу.

Због тога, неки аутори¹² афирмишу приступ строжег кажњавања учесника на финансијском тржишту, те предлажу редефинисање система кривичног гоњења у том смислу. Такође, припадници покрета „*Окуирајмо Вол стрит*“ траже социјалну правду на улицама Њујорка и залажу се за строже кажњавање виновника финансијског криминала. Они сматрају да је напор усмјерен ка подизању корпоративне свијести и одговорности менаџмента финансијских институција био безуспјешан, те да се регулација не може вршити промјенама етичког кодекса, већ измјенама и ригидном примјеном кривичног закона. Јасан примјер немоћи државе и права виде у одсуству кривичног гоњења рејтинг агенција за неосноване и пристрасно објављене кредитне рејтинге у прошлости.

Поменута дешавања је могуће посматрати и у регионалном контексту земаља југоистока Европе. Знајући да нема развијено финансијско тржиште и у глобалном смислу не представља ни изблиза релевантан фактор, кредитни рејтинг БиХ у блиској прошлости, аналитичари агенције СиП оцијенили су са Б+, што је ознака за шпекулативно, односно „рискантно улагање“. Агенција Мудис кредитни рејтинг Босне и Херцеговине је оцијенила са Б2, што означава високо шпекулативно улагање и за један степен је ниже од оцјене агенције СиП.

У односу на остале земље из окружења, БиХ има најлошији кредитни рејтинг. Кредитни рејтинг Србије, Македоније и Црне Горе, по оцјени агенције СиП за двије оцјене је бољи од рејтинга БиХ, мада се и њихов рејтинг сврстава у „*смеће*“ (енг. *junk*). Позајмљивање новца овим државама оцјењује се као „несигурно“ улагање. Хрватска је оцијењена са БББ- чиме је сврстана у категорију земаља с „ниским кредитним рејтингом“. У односу на БиХ,

¹² Maas A., D. (2011). Policing the ratings agencies: the case for stronger criminal disincentives in the credit rating market. *Journal of Criminal Law & Criminology*, Vol. 101, Issue 3, pp. 1005-1038.

Хрватска је по рејтингу за четири оцјене изнад. Најбољи кредитни рејтинг у има Словенија, коју су аналитичари рејтинг агенција у блиској прошлости сврставали у земље са „високим рејтингом“ уз оцјену АА, односно Аа2. На основу наведеног може се рећи да ће лош кредитни рејтинг БиХ, али и сусједних земаља отежати финансијску ситуацију у 2012. Години, те да ће зајмодавци ових земаља бити једино међународне институције као што су ММФ и Свјетска банка.

Дакле, извјестан је утицај рејтинг агенција на функционисање глобалног финансијског система и у наредном периоду. Разумљиво је да се финансијске институције колективне штедње не могу на „безболан“ и једноставан начин одрећи услуга рејтинг агенција, и то посебно узимајући у обзир величину портфолија којима управљају. Дјеловање рејтинг агенција у еврозони ће, сасвим сигурно, бити више регулисано, што ће уз актуелни притисак јавности омогућити враћање повјерења у њихове оцјене, док ће недовољно развијене земље и даље много више бити објекти рејтинговања него субјекти.

Закључак

Рејтинг агенције су специјализоване компаније које се баве прикупљањем релевантних информација о одређеном емитенту и његовом пословању, анализом тих информација и, на основу резултата проведене анализе, давањем оцјене кредитног рејтинга емитента дужничких хартија од вриједности. Прву праву рејтинг агенцију је основао Џон Муди 1909. године. Кредитни рејтинг је могуће дефинисати као издвојено мишљење рејтинг агенције о општем (па тако и кредитном) бонитету пословног субјекта – емитента, или о његовој специфичној кредитној способности везаној за конкретну дужничку хартију од вриједности или било коју другу финансијску обавезу коју пословни субјект - емитент, преузима или има намјеру да преузме.

Макроекономски фактори који су детерминисали развој рејтинг агенција су: финансијско посредовање, институционализација инвестиција, убрзане промјене у пословном окружењу, сложене финансијске иновације, глобализација међународног тржишта капитала, као и раст потребе коришћења оцјена рејтинг агенција.

Оцјена кредитног рејтинга подразумијева аналитичку конзистентност и компаративну искористивост специјализованих стручних знања у одређеној области. У оквиру припремних активности за одређивање рејтинга, рејтинг агенције користе фундаменталну анализу свих ризика које носи савремено финансијско пословање. У основи анализа се врши у два засебна подручја – анализа ризика пословања (ризик пословног окружења) и ана-

лиза финансијског ризика. Најчешће је ризик пословног окружења синтеза ризика специфичног за компанију (несистемски ризик) и ризика земље (системски ризик) - ризика посматране економске цјелине. Несистемски ризик се најчешће оцјењује из угла капацитета задуживања одређене компаније као и природе њене финансијске политике – нпр. ниво финансијске „агресивности“ код финансирања нових пројеката. Резултат процеса рангирања представља утврђивање нивоа кредитног ризика и његово позиционирање на скали глобалног – унапријед дефинисаног спектра кредитног ризика на посебној скали. Рангирање компаније омогућава праћење и континуирану процјену квалитета кредитног потенцијала компаније током времена. Рејтинзи се најчешће означавају абecedним словима.

У практичном пословном смислу, три рејтинг агенције - Фич, Мудис и СиП представљају носиоце активности у домену утврђивања кредитног рејтинга емитената широм свијета. Треба посебно нагласити да поменуте три агенције имају реално велику моћ и доминантан утицај на функционисање финансијских тржишта јер се њиховим анализама и извјештајима користе финансијски регулатори широм свијета.

Услед широке дебате о улози и утицају рејтинг агенција у кризи еврозони током 2011. године, Комесаријат за унутрашње тржиште при Европској комисији, креирао је читав низ регулација које би актуелну ситуацију у финансијском сектору ставиле под контролу и дале простора Комисији да у дјело проведе пројекте финансијске консолидације. Од рејтинг агенција се тражи да јавно и детаљно објаве моделе, методологију и основне претпоставке на основу којих произилази процес вредновања, а биће и у обавези да објављују и годишње извјештаје о транспарентности (слично као код ревизорских друштава) - предвиђени су интерни механизми контроле свих рејтинг вредновања.

Дакле, сасвим је извјестан утицај рејтинг агенција на функционисање глобалног финансијског система и у наредном периоду. Разумљиво је да се финансијске институције колективне штедње не могу на „безболан“ и једноставан начин одрећи услуга рејтинг агенција и то посебно узимајући у обзир величину портфолија којима управљају. Дјеловање рејтинг агенција у еврозони ће, сасвим сигурно, бити више регулисано, што ће уз актуелни притисак јавности омогућити враћање повјерења у њихове оцјене, док ће недовољно развијене земље и даље много више бити објекти рејтинговања него субјекти.

Литература

1. Atkinson, R. (2006). Managing Director, Global Capital Markets, Morgan Stanley, DPWN: *The initial credit rating of a major corporation*, January 13, 1 – 20, p. 8.
2. Bolger, R.M., Managing Director, Global Regulatory Affairs & Associate General Counsel – Standard & Poor's. (2005). The credit rating agency duopoly relief act of 2005, Testimony before the House Subcommittee on Capital Markets. *Insurance and Government Sponsored Enterprises*, June 29, pp. 1 – 17, Exhibit A.
3. Ерић, Д. (2003). *Финансијска институција и инструменти*. Београд: Чигоја штампа
4. Langohr, H., Langohr, P. (2008). *The rating agencies and their credit ratings*. Wiley Finance
5. Maas A., D. (2011). Policing the ratings agencies: the case for stronger criminal disincentives in the credit rating market. *Journal of Criminal Law & Criminology*, Vol. 101, Issue 3, pp. 1005-1038.
6. McVea, H. (2010). Credit rating agencies, the subprime mortgage debacle and global governance: the EU strikes back. *International & Comparative Law Quarterly*, Vol. 59, Issue 3, pp. 701-730.
7. Mulligan, M. C. (2009). From AAA To F: How the credit rating agencies failed America and what can be done to protect investors. *Boston College Law Review*; Nov2009, Vol. 50, Issue 5, pp. 1275-1305.
8. Preston, A. (2011). *Credit rating agencies hold a terrible power to ruin our economies*, New Statesman, 5/2/ Vol. 140, Issue 50 51, pp. 23-23.
9. http://ec.europa.eu/internal_market/securities/cesr
10. <http://www.iosco.org/>
11. <http://www.sec.gov>

