

др Бранко ВАСИЉЕВИЋ  
редовни професор Факултета политичких наука  
Универзитета у Београду

Миона ДЕЛИЋ  
мастер европских студија

## АГЕНЦИЈЕ КРЕДИТНОГ РЕЈТИНГА НА ЈЕДИНСТВЕНОМ ЕВРОПСКОМ ФИНАНСИЈСКОМ ТРЖИШТУ\*

### Резиме

*Текућа криза је открила неадекватан утицај рејтинг агенција на функционисање јединствене финансијске тржишта Европске уније. Он је резултат модела одређивања рејтинга, конфликта интереса и свесне манипулације, као и чињенице да главне рејтинг агенције нису биле под контролом регулаторних органа Уније. Нови регулаторни стандарди у Европској унији, као и њихова реформа у САД, неопходни су за нормално функционисање јединствене финансијске тржишта.*

**Кључне речи:** *агенције кредитног рејтинга, финансијска криза, јединствено европско финансијско тржиште, регулаторна реформа.*

Финансијска криза, најпре на тржишту хипотекарних обвезница а затим и на тржишту сувереног дуга еврозоне, поставила је питање

---

\* Овај рад је резултат истраживања у оквиру пројекта: „Политички идентитет Србије у регионалном и глобалном контексту“, који финансира Министарство просвете и науке Републике Србије (евиденциони број 179076).

деловања рејтинг агенција на финансијском тржишту Европске уније и реформе регулативе у тој области.

*Рејтинги* или *рангирање* (енгл. *Rating*) је процес којим се дугорочној обвезници или другом дугорочном дужничком инструменту додељује кредитни квалитет, односно изражава мишљење о могућности наплате потраживања које они представљају.

Овај процес је предмет делатности специјализованих компанија, које се називају рејтинг агенције (*Credit Rating Agencies – CRA*) или, на америчком финансијском тржишту, „национално признате статистичке рејтинг организације“ (*Nationally Recognized Statistical Rating Organizations – NRSRO*). Тржиште је високо интернационализовано и налази се у режиму монополистичке конкуренције: њиме владају (са 95% учешћа) три америчке агенције: *Standard and Poor’s*, *Moody’s Investor Services* и *Fitch Rating*.<sup>1</sup> Ова чињеница, као и то што је методологија рејтинговања, коју користе рејтинг агенције нетранспарентна, угрожавала је интегритет финансијског тржишта у Европској унији.

Рејтингом се оцењује *кредитна способност* емитента и/или *квалитет* дугорочног дужничког финансијског инструмента. У првом случају, оцењује се економска и финансијска способност и спремност дужника да о року исплати обавезу; у другом, вероватноћа да одговарајући финансијски инструмент може бити наплаћен о року доспећа. Према томе, рејтинг (кредитни рејтинг) мери *кредитни ризик* улагање у дугорочни дужнички финансијски инструмент: дугорочне обвезнице, преференцијалне акције, банкарске кредите; обичне акције се не рангирају, али из рејтинга корпоративне обвезнице или преференцијалне акције, инвеститор може извући закључак о сигурности улагања и у својинске финансијске инструменте. Кад је реч о дугорочним обвезницама, оне се рангирају по типу: државне, корпоративне, муниципалне, и др., и по врсти емитента: сувереним јединицама (држава, интернационалне институције, локална власт), финансијским и осигуравајућим компанијама, банкама и другим корпоративним емитентима, као и емитентима хипотекарних финансијских инструмената.

За разумевање улоге кредитног рејтинга у процесу инвестирања и његовог значаја за емитенте и регулаторне институције, треба навести његову суштину, које наглашавају све рејтинг агенције:

1. рејтинг је мишљење о релативном кредитном ризику (упоређивање квалитета обвезница, али не и потврда да ће једна бити наплаћена а друга не);

---

1 European Commission: *Impact Assessment Accompanying the document: Proposal for a Regulation amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies and a Proposal for a Directive amending Directive 2009/65/EC*, Brussels, XXX, SEC (2011) 354, стр. 7.

2. *рејтинги* није инвестициони савети или *поређења* да се обвезница кући, држи или *прода*; он је само један од фактора које инвеститор може узети у обзир приликом доношења одлуке о улагању;
3. рејтинг није потврда тржишне ликвидности обвезнице или њене цене на секундарном тржишту;
4. рејтинг није гаранција о кредитном квалитету или предвиђање будућег кредитног ризика; оцена рејтинга заснива се на анализи могућности емитента да генерише одговарајући *cash-flow*, потребан за исплату обавезе и анализи склоности ка стечају, која укључује и могућност накнаде инвеститора из стечајне масе. Она представља *мишљење* рејтинг агенције о будућем пословању емитента.

Рејтинг се изражава кроз словну ознаку. Свака словна ознака је праћена сажетим приказом кредитног квалитета обвезнице, али се рејтинг анализа публикује и у облику ширих извештаја.

Табела 1. *Ознаке рејтинга највећих рејтинги агенција*

Мудиз	С & П	Фич	КОМЕНТАР
			<b>ИНВЕСТИЦИОНИ СТЕПЕН</b>
<b>Ааа</b>	<b>ААА</b>	<b>ААА</b>	Изузетно јак капацитет за испуњење обавезе
<b>Аа</b>	<b>АА</b>	<b>АА</b>	Веома јак капацитет за испуњење обавезе
<b>А</b>	<b>А</b>	<b>А</b>	Јак капацитет за испуњење обавезе, али на то могу утицати неповољн економске околности
<b>Баа</b>	<b>БББ БББ-</b>	<b>БББ</b>	Адекватан капацитет за испуњење обавезе, али је више подложен негативним економским околностима
			<b>СПЕКУЛАТИВНИ СТЕПЕН</b>
<b>Ба</b>	<b>ББ+ ББ</b>	<b>ББ</b>	Мање осетљив на текуће околности, али се сусреће са негативним економским околностима
<b>Б</b>	<b>Б</b>	<b>Б</b>	Осетљивији на негативне околности, али још увек у стању да испуњава обавезе
<b>Цаа</b>	<b>ЦЦЦ</b>	<b>ЦЦЦ, ЦЦ, Ц</b>	Осетљив на текуће околности и зависи од њиховог повољног стања

Ца	Ц		Веома осетљив на текуће околности
Ц			Покренут захтев за стечај, али још испуњава обавезе
	Д	ДДД, ДД, Д	Обуствљена плаћања

Образложења рејтинга у овој табели преузета су из праксе С&П; у пракси других рејтинг агенција она се незнатно разликују. Словни изрази рејтинга могу се квалификовати ознакама +/- да би се добила прецизнија слика рејтинга, односно, извршило „фино подешавање“ рејтинга у конкретној анализи појединог емитента или обвезнице. У наведеној табели, БББ– означава најнижи инвестициони степен, који је прихватљив инвеститорима, а ББ+ означава највиши спекулативни степен. *Инвестициони сћејен* (енгл. *Investment grade*) означава релативно сигурно улагање, нижи ризик али и мањи принос; *спекулативни сћејен* (енгл. *Speculative grade*) означава могућност вишег приноса, али и већег ризика за инвеститора.

Рејтинг није инвестициони савет, тако да је коришћење термина: инвестициони и спекулативни, само условно. Агенције објављују податке о обуствљању плаћања емитената одређеног ранга; али и то није сигуран оријентир ивестиционој одлуци, нити процена вероватноће стечаја или неплаћања обавезе, него само потврда адекватности рејтинга за саму агенцију. На пример, Фич показује да на дужи рок, *обуствље њлаћања* (енгл. *Defaults*) у категорији ААА ранжираних корпоративних обвезница износе мање од 0.10% годишње, док је еквивалентна стопа обуставе плаћања за обвезнице ранжиране БББ била 0.35%, а за обвезнице ранжиране Б износила је 3.0%.

Рејтинг обвезнице објављује се истовремено са објављивањем проспекта, тако да он може бити садржан и у самом проспекту, али то није правило на свим тржиштима.

Рејтинг агенција прати кредитни ризик емитента и по потреби коригује рејтинг. Уколико процени да ће се кредитна способност емитента променити у наредних 6 до 24 месеца, она објављује да је могућа промена рејтинга: позитивна (бољи), негативна (лошији), стабилна (не мења се) или да се развија (не зна се у ком правцу); ако је могућа промена у предстојећих 90 дана, обвезница се ставља на тзв. *Watching* листу, односно наговештава се скоро промена њеног рејтинга и образлаже његово побољшање или погоршање. Промена рејтинга, међутим, не мора да прати наведену процедуру.

*Емитентни* *илаћа* *рејтинговање* *обвезнице*. Рејтинг чини емисију обвезнице атрактивнијом и на тај начин помаже емитенту да прикупи капитал. С друге стране, пошто рејтинг помаже смањивању неизвесности за инвеститоре, емитент може прикупити средства по нижој цени, односно нижој каматној стопи.

Инвеститорима се рејтинг ставља на располагање бесплатно. Они, наравно, могу и сами извршити инвестициону анализу, али је она скупа и дуготрајна. Користећи резултате рејтинга, инвеститори неутралишу информациону асиметрију на тржишту; пошто се рејтинг агенције користе и информацијама које нису јавно објављене, инвеститори добијају комплетнију процену кредитног ризика и на тај начин смањују ризик улагања у обвезнице. Рејтинг показује и будућу меру ликвидности обвезнице, ако се она продаје. Институционални инвеститори користе рејтинг како би управљали портфолиом, посебно када регулаторни органи захтевају одређену структуру портфолија (нпр. пласмани осигуравајућих компанија у пракси Европске уније и Србије) или прописују коришћење рејтинга у одређивању адекватности капитала банака (Базелски комитет за банкарски надзор).

Рејтинг агенције у формулисању рејтинга користе сопствену методологију, која има за циљ да утврди способност генерисања готовине из пословања емитента и предвиђање стечаја. При томе се настоји да се избегне утицај сезонских или дугорочних флукуација на процену тока готовине. У овој анализи, узимају се у обзир тржишна и конкурентска позиција емитента (потенцијал раста, осетљивост на циклична колебања, конкуренција, вероватноћа промене регулативе); структура трошкова и капитална интензивност; финансијска флексибилност (рацио анализа финансијских извештаја); квалитет управљања (способност фиормулисања и спровођења ефективне стратегије, вероватноћа да ће реализована готовина бити употребљена за исплату дуга); стратешка оријентација. Информације које користе рејтинг агенције су финансијски извештаји, разговори с емитентом, али и друге информације које агенције прикупе. У последње време примењују се и моделска предвиђања, заснована на квантитативним подацима. И поред коришћења квантитативних података и модела, сама оцена је квалитативног карактера и изражава субјективни став рејтинг агенције.

Дискусије о улози рејтинг агенција на савременом финансијском тржишту везане су првенствено за методологију формулисања рејтинга, обим обелодањивања информација о рејтингу и потенцијалном конфликту интереса у процесу рејтинговања. Уочени проблеми предмет су реформе регулативе, како у САД (*Dodd-Frank Act*), тако и у Европској

Унији, али у САД она није довела до знатнијег повећања транспарентности у пословању рејтинг агенција.<sup>2</sup>

Рејтинг агенције не објављују јавно методологију рангирања. Оправдање за то је да би објављивање угрозило објективност и непристрасност рејтинговања, и за сада се поштује овакав став; и закон који регулише пословање рејтинг агенција у САД забрањује да Комисија за хартије од вредности (*Securities and Exchange Commission – SEC*) врши контролу њихове методологије. Кад је реч о обиму обелодањивања информација, питање је да ли је саопштавање рејтинга у облику одређеног слова или кратког стандардног објашњења довољно за доношење инвестиционе одлуке. Овај проблем се превазилази ставом да је рејтинговање само једна од индикација у процесу улагања и да не може да замени инвестициону анализу, која подразумева и стратегију инвеститора, осетљивост на ризик и принос, преференце према одређеном типу улагања, цену и др.

Конфликт интереса је озбиљно питање у пословању рејтинг агенција. Поред рејтинга, оне пружају и друге финансијске услуге, тако да могу додељивати бољи рејтинг клијентима којима те услуге пружају. У процесу рејтинговања, агенције користе информације које су инсајдерске, тако да се могу злоупотребити у трговини на секундарном тржишту. Посебно су ова питања везана за улогу рејтинг агенција у оцени квалитета нестандартних хипотекарних обвезница, где су се и појавили у већем обиму. Излаз може бити јачање регулаторног надзора и уграђивање интерних процедура, које у самим агенцијама спречавају конфликте интереса, као и коришћење привилеговане информације. Зато се, углавном, процес рејтинговања остварује као процес колективног доношења одлука, у оквиру комитета у самој рејтинг агенцији. На крају, сам положај рејтинг агенција зависи од репутације, која доноси и посао, тако да регулисање конфликта интереса може бити саставни део њиховог корпоративног управљања.

Рејтинг агенције које нису на време упозоравале тржиште и регулаторне органе о кумулисању ризика на тржишту, биле су подложне конфликту интереса, јер су истим клијентима помагале у „паковању“ сложенијих хипотекарних обвезница (тзв. структурни производи). Затим су и давале рејтинг тим обвезницама, нагло снижавале рејтинге појединих емитената, посебно на тржишту сувереног дуга, што је повећавало цену средстава за државе и привредне субјекте у њима. Чињеница је да су за време финансијске кризе рејтинг агенције снизиле

2 Gretchen Morgenson, „Overhauls fail to rein in credit raters“, *International New York Times*, March 24, 2014, стр. 17. *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* („Dodd-Frank Act“) усвојен је 21. јула 2010. године. Чланови 931–939 односе се на: „побољшање регулативе агенција кредитног рејтинга.“

рејтинг за 83% емисија из 2006. године, које су имале рејтинг ААА.<sup>3</sup> Иако су се инвеститори у доношењу инвестиционих одлука у великој мери ослањали на рејтинговање, агенције су у давању рејтинга искључивале одговорност за његово коришћење.

Најзад, оцене које дају рејтинг агенције идентичне су за све финансијске инструменте које оне оцењују. Инвеститори који улажу у сложеније финансијске инструменте („производе“) стога не могу на одговарајући начин упоредити ризике улагања у такве инструменте у поређењу са обичним финансијским инструментима, који имају исту ознаку рејтинга.

У оквиру Европске уније све до финансијске кризе није било регулативе која би се односила на рејтинг агенције. Ова је област у оквирима светског финансијског тржишта била лабаво регулисана Кодексом понашања рејтинг агенција у оквиру Међународне организације комисија за хартије од вредности (*IOSCO*).<sup>4</sup> Криза финансијског тржишта и криза јавног дуга еврозоне откриле су негативне последице одсуства регулације у овој области у Европској унији.<sup>5</sup> Непостојање заједничких правила могло је да доведе до различитих националних приступа регулацији, што би спречило функционисање јединственог тржишта и довело до различитог нивоа заштите инвеститора и корисника финансијских услуга.

Прва уредба о рејтинг агенцијама донета је 2009. године (1060/2009/ЕС)<sup>6</sup> и она је усвојила неколико основних решења: регистрацију рејтинг агенција од стране националних регулаторних органа држава чланица, дозвољено пословање на целој територији Уније („јединствен пасош“ члан 14, став 2), контролу матичне земље (члан 24) уз обавезу размењивања информација са другим регулаторним органима. Одлуком Европског савета од 19. јуна 2009. године (на бази препорука Ларозијерове групе) формиран је Европски систем финансијских супервизора и новоформираној Европској управи за финансијска тржишта (*European Securities and Markets Authority, ESMA*), као једној од институција у оквиру тог система, поверен је задатак надзора рејтинг

3 European Commission: *FAQ: Legislative proposal on Credit Rating Agencies (CRAs)*, МЕМО 11 – 788, Brussels, 11 November 2011.

4 Fabian Amtenbrink, Jakob de Haan, „Regulating Credit Ratings in the European Union: A Critical First Assessment of Regulation 1060/2009 on Credit Rating Agencies“, *Common Market Law Review*, бр. 46/2009, стр. 1915–1949.

5 Видети: Siegfried Utzig, „The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective“, *Asian Development Bank Institute Working Paper Series*, No. 188, January 2010.

6 Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on credit rating agencies, *Official Journal of the European Union*, L 302/1, 17.11.2009.

агенција. Ова институција постала је тако прва федерална институција на финансијском тржишту Европске уније, и то је остала све до поверавања Европској централној банци улоге супервизора кредитних институција Европске уније у оквиру банкарске уније.

Поверавање нове улоге Европској управи за финансијска тржишта захтевало је измену уредбе о рејтинг агенцијама, која је донета маја 2011. године.<sup>7</sup> *ESMA* је добила надлежност над регистрацијом рејтинг агенција са важношћу на целој територији Уније (члан 14). Рејтинг агенције морају избегавати конфликт интереса у оцени кредитне способности емитената и давању савета емитенту, осигурати одговарајући квалитет процеса рејтинговања и остварити транспарентност у раду (сваке године, агенција треба да објави извештај о транспарентности). Управа има најшира надзорна овлашћења, укључив и изрицање санкција. Осим тога, ова управа формулише нацрте техничких правила рада рејтинг агенција (које усваја Европске комисија), основала је централни регистар (*Central Repository – CEREP*), који омогућава инвеститорима да упоређују све рејтинге на финансијском тржишту Уније, контролише методологију рејтинговања агенција, уједначава скале рејтинга, објављује списак регистрованих агенција и сл. Уредба, међутим, не регулише коришћење рејтинга (то је предмет посебних регулаторних правила, на пример кроз директиву о захтеваном капиталу кредитних институција), нити намеће обавезу рејтинговања финансијских инструмената.

Према листи *ESMA* од марта 2013. године, у Европској унији је регистровано 35 рејтинг агенција, од чега је највећи број филијала америчких рејтинг агенција.<sup>8</sup> Политика Уније јесте да развија конкуренцију у овој области, да би се смањио утицај највећих рејтинг агенција, које су стекле положај природних монопола, с обзиром на велике трошкове уласка у ову област. У сваком случају, однос рејтинг агенција и процеса интеграције финансијског тржишта Уније је двосмеран: у мери у којој се тржиште интегрише, побољшаваће се конкурентска клима у области рејтинговања, а то ће омогућити и подизање квалитета рејтинга, односно стабилнији ослонац инвеститора у процесу доношења њихових инвестиционих одлука.

7 Regulation (EU) No 513/2011 of the European Parliament and of the Council of 11 May 2011 amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies, *Official Journal of the European Union*, L 145/30, 31.5.2011.

8 Доступно на адреси: <http://www.esma.europa.eu/page/List-registered-and-certified-CRAs>.



**Branko VASILJEVIĆ, PhD**

Professor at the Faculty of Political Sciences, University of Belgrade

**Miona DELIĆ, M.A. European Integration**

## CREDIT RATING AGENCIES AT THE SINGLE EUROPEAN FINANCIAL MARKET

### Summary

*The ongoing crisis revealed the negative impact of credit rating agencies on the functioning of the Single European financial market. This impact is the result of the credit rating agencies' business models, conflicts of interest, purposeful manipulations as well as the absence of control of the regulatory bodies of the European Union. New regulatory standards in the EU and the reform of the existing standards in the US are the preconditions for the effective functioning of the Single European financial market.*

**Key words:** *credit rating agencies, financial crisis, Single European financial market, regulatory reforms.*