

UDK: 336.774.3
Bibliid 0543-3657, 66 (2015)
God. LXVI, br. 1160, str. 93–106
Izvorni naučni rad
Primljen: 28. 04. 2015.

*Igor FERJAN*¹

Agencije za kreditni rejting: ključ globalnog (ne)investiranja?

SAŽETAK

Prilikom donošenja odluke o investiranju, značajnu ulogu ima ekonomski instrument kreditnog rangiranja. Danas, u globalnom investiranju, agencije za kreditno rangiranje igraju značajnu ulogu. Uloga koju su odigrale ove agencije u proteklom stoljeću je velika, ali njihova uloga u ekonomskoj krizi dovela je do velikih diskusija o njihovom poslovanju i podlijevanju različitim uticajima. Sve je to dovelo do polemika i razmišljanja o otvaranju tržišta, kako u Evropskoj uniji, tako i u ostatku svijeta. Prema tome, zbog uloge kreditnog rangiranja u globalnom investiranju, ne smije se zanemariti i prepustiti nekolicini da upravlja ovim procesom i na indirektan način upravlja svijetom. Dakle, rezultatima istraživanja predstavljenim u ovom članku ostvarivana je primarna misija istraživanja: afirmirati kreditni rejting kao ekonomski instrument i objektivnost agencija za kreditni rejting. U članku su elaborirane najvažnije odrednice kreditnog rejtinga i koncepta agencija za kreditni rejting. Posebna pažnja posvećena je različitim uticajima na agencije za kreditni rejting i njihovoj ulozi na svjetsku ekonomsku krizu. U članku je elaborirano više tematskih jedinica o kreditnom rejtingu i agencijama za kreditni rejting, te je predstavljen reprezentativan primjer uticaja rejting agencija na kreiranje ekonomske krize. Na kraju članka predložene su mjere kako Evropskom agencijom za kreditni rejting doći do kvalitetnijeg određivanja kreditnog rejtinga.

Ključne riječi: rejting, agencija, investiranje, država.

¹ Igor Ferjan, General Secretary B&H "RDF", The Reconstruction and Development Fund Geneva, E-mail: igorferjan@hotmail.com.

Uvod

Danas investiranje predstavlja globalni biznis a mogućnost investiranja je velika i raznovrsna, što kompanije dovodi do pitanja - koje zemlje, ali i koje kompanije imaju dobre mogućnosti za investiranje? Kako ponekad ulaganja u strana tržišta imaju prednosti, tako su i rizici povezani sa inostranim investiranjem znatno veći od onih povezanih sa ulaganjem u domaće tržište. Važno je imati u vidu različita investiciona okruženja, te razumjeti rizike i prednosti tih okruženja. Kreditni rejting kao instrument za mjerenje sposobnosti i spremnosti subjekta, koji može biti osoba, korporacija, vlasnički vrijednosni papir ili zemlja, da izvrši svoje finansijske obaveze, predstavlja bitan pomoćni instrument za donošenje investicionih odluka.

Prema tome, zadatak ovog članka je da se istraže aktualni problemi i fenomeni kreditnog rejtinga i agencija za kreditni rejting, te odnos Evropske unije prema tržištu agencija za kreditni rejting. Sukladno problematici postavljena je temeljna hipoteza: Kvalitetnim kreditnim rangiranjem, agencije za kreditno rangiranje imaju moć da značajno doprinesu ekonomskom razvoju, ali pod različitim uticajima postaju dvosjekli mač, te značajno doprinose destabilizaciji, manipulaciji i špekulaciji tržišta, što u konačnici ne opravdava cilj njihovog postojanja i stvara temelj za osnivanje novih objektivnijih agencija.

Rezultati istraživanja u ovom članku imaju misiju da doprinesu stvaranju nove Evropske agencije za kreditni rejting, odnosno, da daju doprinos ukidanju oligopola na tržištu agencija za kreditni rejting koji ima velika trojka.

Temeljne odrednice kreditnog rejtinga

Kreditni rejting predstavlja instrument za procjenu sposobnosti subjekta da plati svoje finansijske obaveze. Dakle, kako bi se utvrdila sposobnost plaćanja finansijskih obaveza subjekta utvrđuje se kreditni rejting. Ova sposobnost plaćanja finansijskih obaveza naziva se „kreditna sposobnost“. Kreditni rejting isključivo se odnosi na dužničke vrijednosne papire poput obveznica i sličnih dužničkih instrumenata. Prema tome, važno je napomenuti da se kreditni rejting odnosi na vlasničke vrijednosne papire kao što su dionice. Pored toga, kreditni rejting dodjeljuje se i kompanijama, ali i vladama.

Subjekt ocjene kreditne sposobnosti obično se naziva obveznikom ili emitentom, što obuhvata korporacije, finansijske institucije, osiguravajuća društva, ali i države koje su ocijenjene od strane agencija za kreditni rejting. Rangiranje koje se vrši kreditnim rejtingom relativno odražava i rangira kreditni rizik. Na primjer, ukoliko agencija za kreditni rejting visoko procijeni kreditni rejting obveznika ili duga, taj obveznik ili dug imaju manju vjerovatnoću neizvršenja obaveza, u odnosu na emitenta ili dug s nižim kreditnim rejtingom.

U zavisnosti od agencije za kreditni rejting, skala, simboli i definicije kreditnog rejtinga mogu se razlikovati, a obično se izražavaju alfabetskim i/ili numeričkim simbolima ili znakovima. Svaka pojedinačna agencija za kreditni rejting definiše te simbole i izdaje ocjenu kreditnog rejtinga. Uobičajena skala kreditnog rejtinga, kao što to prikazuje naredna tabela, definiše najviši rejting oznakom „AAA“, a najniži rejting može imati oznaku „D“, što znači (engl. default) „neizvršenje novčanih obaveza“. Pored uobičajene skale, neke agencije prave razliku ocjene ulaganja i ne-ulaganja, tj. ocjene špekulativnog ili visokog prinosa i prave razliku između kategorije „BBB“ i „BB“. To znači da je ocjena „BBB minus“ ili viša pogodna za investiranje, a rangiranje niže od „BBB minus“ označava ocjene nepogodne za ulaganja.²

Tabela 1. Uobičajena skala kreditnog rejtinga

Skala kreditnog rejtinga
AAA
AA
A
BBB
BB
B
CCC
CC
C
D (default = neizvršenje novčanih obaveza)

Izvor: U.S. Securities and Exchange Commission, *Investor Bulletin: The ABCs of Credit ratings*, Internet, http://www.sec.gov/investor/alerts/ib_creditratings.pdf, 05/03/2015, p. 2.

Pored procjene sposobnosti subjekta da plati svoje finansijske obaveze, vrlo je važno razumjeti da kreditni rejting ne procjenjuje i ne definiše druge vrste rizika kao što su tržišni ili rizik likvidnosti, što može utjecati na vrijednost vlasničkih vrijednosnih papira. Takođe, kreditni rejting ne razmatra cijene kupovine i prodaje vlasničkih vrijednosnih papira, pa prema tome kreditni rejting ne bi trebalo prihvatati kao preporuku da li kupiti, prodati ili držati određene vrijednosne papire. Kreditni rejting ne predstavlja ni garanciju da će finansijske obaveze biti otplaćene, što znači da dužnički instrumenti sa kreditnim rejtingom AAA neće s apsolutnom sigurnošću biti plaćeni investitoru. Dakle, zašto je potreban kreditni rejting?

² U.S. Securities and Exchange Commission, *Investor Bulletin: The ABCs of Credit ratings*, Internet, http://www.sec.gov/investor/alerts/ib_creditratings.pdf, 05/03/2015, p. 2.

Kao i ostali instrumenti i pomoćni alati, kreditni rejting, pod uslovom da se na odgovarajući način koristi, može biti od velike pomoći prilikom donošenja odluke o investiranju, što u određenim situacijama može biti od neprocjenjivog značaja. Pored toga, može predstavljati alternativni aspekt vlastite finansijske analize ili analize finansijskih savjetnika, te može omogućiti da se uporedi rizik između investicija u portfelju. Postojanje kreditnog rejtinga utvrđenog od strane više različitih agencija takođe može biti veoma korisno, čime se investitoru omogućuje različit pogled na bonitet investicije.

Dakle, kreditni rejting treba da predstavlja dopunu, a ne zamjenu vlastitog istraživanja, analiziranja i donošenja odluke u cilju utvrđivanja da li je investicija najpogodnija i da li zadovoljava potrebe investitora. Važno je voditi računa o činjenici da se kreditni rejting odnosi samo na kreditni rizik, te da se on ne bavi drugim rizicima kao što su rizik likvidnosti, kamatne stope ili tržišnih rizika. U suštini, investitor bi trebao da zna šta kupuje i da investira samo u ono što razumije.

Koncept agencija za kreditni rejting

Veći dio dvadesetog stoljeća, kreditne rejting agencije odigrale su ključnu ulogu u finansijskom svijetu pružajući ocjene kreditne sposobnosti obveznica i drugih dužničkih instrumenata. Za investitore, ocjenjivanje kreditnog rejtinga predstavlja neprocjenjiv instrument u potrazi za isplativim ulaganjem. Prema tome, investitor će prilikom procjene nivoa rizika povezanog s obveznicama obično prvo pogledati kreditni rejting, a kako većina investitora traži balans između rizika i povrata na investicije, podrazumijeva se da je viša kamatna stopa za obveznice sa lošijim kreditnim rejtingom i obratno. U procesu određivanja kamatne stope na dužničke vrijednosne papire, važnu ulogu imaju rejting agencije. Koncept rejting agencija za procjenu rizika kao koncept nastao je početkom dvadesetog stoljeća kada su formirane tri glavne agencije za kreditni rejting. Iako su kasnije formirane i druge rejting agencije, originalni i najistaknutije su: *Fitch*, *Moody's* i *Standard and Poor's*.³

Dakle, današnje top agencije koje se bave kreditnim rejtingom su *Moody's*, *Standard & Poor's (S&P's)* i *Fitch Ratings*. Osnovni cilj svake agencije predstavlja obezbjeđenje sistema rejtinga kako bi se pomoglo investitorima da odrede rizik koji je povezan sa ulaganjem u određene kompanije, instrumente ili tržišta. Ocjene koje dodjeljuju odnose se na kratkoročne i dugoročne dužničke obaveze, kao i vrijednosne papire, kredite, preferencijalne dionice i osiguravajuća društava. Kada se radi o dugoročnom kreditnom rejtingu, on služi kao indikator ulaganja u određenu zemlju i/ili indikator sposobnosti kompanije u ispunjenju svoga duga. Na primjer,

³ Kalen Smith, *History of Credit Rating Agencies and How They Work*, Internet, <http://www.moneycrashers.com/credit-rating-agencies-history/>, 06/03/2015.

vladama i kompanijama je ponekad lakše vratiti obaveze u lokalnoj valuti nego u devizama, pa je potrebno procijeniti sposobnost subjekta da plati svoje dugove, kako u domaćoj, tako i u stranim valutama, jer nedostatak deviznih rezervi može opravdati niži rejting za obaveze u stranoj valuti. Dakle, kreditni rejting nije isto što i preporuka za kupovinu, prodaju ili držanje vrijednosnih papira, on mjeri sposobnost i volju entiteta da otplati dug.⁴

Najveća od tri top rejting agencije je *Standard and Poor's*, koja ne samo da obezbjeđuje rejting, nego nudi i druge finansijske usluge kao što je investiciono istraživanje za potrebe investitora. *Moody's* je druga agencija po veličini, a tokom godina je značajno porasla. Iako je rejting sistem ocjenjivanja dužničkih instrumenata postao standard drugih agencija, *Fitch* je danas najmanji među „velike tri“ agencije. Sve tri agencije koriste oznake kao što su A, B, C, na način da visoki razredi predstavljaju nižu vjerovatnoću neizvršenja novčanih obaveza (engl. default).

Tabela 2. Rejting tablica top tri agencije

Moody's		S&P		Fitch		Opis rejtinga	
Dugi rok	Kratki rok	Dugi rok	Kratki rok	Dugi rok	Kratki rok		
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	Prvoklasan	
Aa1		AA+		AA+		Visoko kvalitetan	
Aa2		AA		AA			
Aa3		AA-		AA-			
A1		A+		A-1		A+	F1
A2	A	A					
A3	A-	A-2	A-				
Baa1	P-2	BBB+	A-3	BBB+	F2	Donji srednji razred	
Baa2	P-3	BBB		BBB			
Baa3		BBB-		BBB-			
Ba1	Nije prvoklasno	BB+	B	BB+	B	Ne investirati (špekulativno)	
Ba2		BB		BB			
Ba3		BB-		BB-			
B1		B+		B+		Visoko špekulativno	
B2		B		B			
B3		B-	B-				
Caa1		C	CCC+	C	CCC+	C	Značajan rizik
Caa2			CCC		CCC		
Caa3			CCC-		CCC-		
Ca			CC		CC		Ekstremno špekulativno
	C		C		Neizbježan "default"		

⁴ Reem Heakal, *What Is A Corporate Credit Rating?*, Internet, <http://www.investopedia.com/articles/03/102203.asp>, 07/03/2015.

Moody's		S&P		Fitch		Opis rejtinga
Dugi rok	Kratki rok	Dugi rok	Kratki rok	Dugi rok	Kratki rok	
C	Nije prvo-klasno	RD	D	DDD	D	Ušao u neizvršenje novčanih obaveza "default"
/		SD		DD		
/		D		D		

Izvor: Trading economics, *Credit Rating – Countries – List*, Internet, <http://www.tradingeconomics.com/country-list/rating>, 08/03/2015.

Kao i svaki ekonomski instrument, tako i kreditne rejting agencije imaju svoje prednosti i nedostatke. Ipak, ekonomski posmatrano, pravilnim korištenjem ovog instrumenta mogu se ostvariti značajni učinci za ljudski razvoj, što u konačnici i predstavlja cilj ekonomije, ali se mora reći da i ove agencije nisu bez nedostataka.

Tabela 3. Prednosti i nedostaci kreditnih rejting agencija

PREDNOSTI
<p>1. Pomažu da se dobre institucije bolje ocjene</p> <p>Institucije sa većom ocjenom kreditnog rejtinga imaju veću mogućnost zaduženja po povoljnijim kamatnim stopama, što nagrađuje institucije koje odgovorno upravljaju svojim novcem i otplaćuju svoje dugove. Takođe, takve institucije moći će brže širiti svoje poslovanje, što će pomoći stimulanju i širenju ekonomije.</p>
<p>2. Upozoravaju investitore na rizične kompanije</p> <p>Kako su investitori uvijek zainteresirani za određivanjem nivoa rizika povezanog sa određenim kompanijama, to čini rejting agencije veoma važnim jer mnogi investitori žele biti upoznati i upozoreni na posebno rizična ulaganja.</p>
<p>3. Pružaju fer odnos rizika i povrata</p> <p>Iako ne žele svi investitori kupiti rizične dužničke vrijednosne papire, ipak oni koji žele, žele da znaju da li će biti nagrađeni ukoliko pristanu na visok nivo rizika. Iz tog razloga, agencija će obavijestiti investitore o nivou rizika za svaki dužnički instrument, te će pomoći da se osigura pravilna naknada za preuzeti nivo rizika.</p>
<p>4. Pružaju poticaj institucijama za poboljšanje</p> <p>Slab kreditni rejting može predstavljati poziv na buđenje institucijama sa previše duga ili koje nisu pokazale odgovornost u plaćanju obaveza. Ovakve institucije vrlo često poriču svoje kreditne probleme, te ih se mora upozoriti na moguće probleme.</p>

NEDOSTACI
<p>1. Evaluacija je krajnje subjektivna</p> <p>Ne postoje standardne formule za utvrđivanje kreditnog rejtinga institucije, pa umjesto toga, agencija za kreditni rejting formira svoje najbolje mišljenje, što nažalost vrlo često završava kao pogrešno mišljenje. Takođe, različite agencije mogu kreirati različita mišljenja.</p>
<p>2. Može postojati sukob interesa</p> <p>Agencije za kreditni rejting vrlo često na zahtjev samih institucija daju svoje ocjene. Iako se ponekad procjenjuju kompanije na tuđi zahtjev, a ocjena se prodaje investitoru, obično ocjenu plaćaju kompanije koje su predmet rejtinga, što može dovesti do ozbiljnih sukoba interesa, a kako kompanija plaća rejting agenciji da odredi njen rejting, agencije mogu biti sklone davanju povoljnijeg rejtinga u cilju zadržavanja poslovanje.</p>
<p>3. Ocjene nisu uvijek tačne</p> <p>Iako agencije za kreditni rejting nude konzistentnu rejting skalu, to nije garancija da će kompanije biti ocijenjene precizno. Duži niz godina ocjene ovih agencija nisu dovođene u pitanje, međutim, nakon što su bezvrijedni hipotekarni vrijednosni papiri ocijenjeni sa AAA, što je doprinijelo recesiji, investitori su smanjili povjerenje u ove agencije. Danas i dalje njihove ocjene svi prihvaćaju, ali im je kredibilitet ozbiljno umanjen.</p>

Izvor: Kalen Smith, *History of Credit Rating Agencies and How They Work*, Internet, <http://www.moneycrashers.com/credit-rating-agencies-history/>, 06/03/2015

Kontroverze kreditnih agencija i uloga u svjetskoj finansijskoj krizi i uticaj na krizu eurozone

Iako kreditni rejting predstavlja veoma važan ekonomski instrument, te iako rejting agencije obezbjeđuju veoma važne ocjene, vrijednost njihovih ocjena je od finansijske krize 2008. godine postala upitna. Osnovna i ključna kritika odnosi se na konflikt interesa, tj. postavljeno je pitanje da li sami emitenti plaćaju agenciji za kreditni rejting kako bi bolje ocijenili njihove vrijednosne papire. Ovo pitanje je postalo od posebne važnosti kada je uskomešano tržište nekretnina SAD-a u periodu 2006–2007. dostiglo vrhunac, a sve više drugorazrednog duga našlo je svoj put do rejting agencija. Mogućnost zarade i visokih naknada dovela je do stvaranja konkurencije između tri glavne agencije u izdavanju najviših mogućih ocjena, a kada je tržište nekretnina počelo padati u kolaps 2007–2008. godine, agencije su katastrofalno kasno snižavale rejting kako bi realno bilo prikazano stvarno stanje. Godine 2013. *Standard & Poor*, *Moody's* i *Fitch Ratings* optuženi su za dodjelu vještački visokih kreditnih rejtinga hipotekarnim obveznicama koje je držao „*Bear Stearn's hedge fond*“.⁵

⁵ Ibid.

Na vrhuncu globalne finansijske krize, rejting agencije optužene su za krivo predstavljanje rizika povezanih sa hipotekarno vezanim vrijednosnim papirima, a kritičari su navodili da je kreiran složen i nepouzdan model i za izračunavanje vjerovatnoće neizvršenja novčanih obaveza za individualne stambene kredite, kao i za hipotekarno vezane vrijednosne papire. Agencije su rangirale mnoge od ovih proizvoda ocjenom AAA, da bi ih naglo spustili kada se tržište nekretnina srušilo. Godine 2007, kada su cijene nekretnina počele da padaju, *Moody's* je snizio 83 % hipotekarno vezanih vrijednosnih papira koji su imali vrijednost 869 milijardi USD, a koji su 2006. godine imali ocjenu AAA. Do 2006. godine, *Moody's* je ostvario 881 milion USD više od strukturiranih finansija, nego od ukupnog prihoda 2001. godine. Za razliku od SAD-a, gdje je kritika usmjerena na hipotekarne vrijednosne papire, Evropa je svoju kritiku usmjerila na javni dug. Vlade Europske unije i kreatori politike Europske centralne banke optužili su „Velike tri“ agencije da su previše agresivno skidali kreditni rejting zemalja eurozone, pogoršavajući finansijsku krizu. Tvrdili su da je neopravdano negativno ocjenjivanje ubrzalo evropsku dužničku krizu koja se proširila preko Grčke, Irske, Portugala, i Španije. Odluka S&P-a u aprilu 2010. da grčkom javnom dugu da status „junk“ oslabio je povjerenje investitora, podigao troškove zaduživanja i doveo do kreiranja finansijskog paketa za spašavanje u maju 2010. Godine 2011. Evropska unija je ponovo došla pod pritisak za vrijeme pregovora o drugom paketu spasa za Grčku, kada su privatni kreditori ubijedeni da „dobrovoljno“ izgube na svojim obveznicama kako bi se smanjio ukupan dug Grčke. Ovo je viđeno kao izlaz u cilju vraćanja finansijskog zdravlja Grčkoj, a sve je zakomplicirano najavom S&P-a u julu 2011. da će razmatranje takvog restrukturiranja grčki javni dug spustiti na „selektivni bankrot“. I zaista, S&P je snizila grčki javni dug na najniži rejting, što se kroz historiju još nikada nije desilo jednoj zemlji. Ipak, uprkos strahu od dublje krize, restrukturiranje je prošlo dovoljno glatko da bi S&P do kraja decembra 2012. godine podigao kreditni rejting Grčke natrag na B-. U januaru 2012. godine, troškovi zaduživanja su nastavili rasti širom eurozone, a S&P je snizio rejting devet država eurozone, ostavljajući Njemačku kao jedinu zemlju sa AAA rejtingom. U decembru 2013. S&P je snizio rejting javnog duga EU kao cjeline, što je izazvalo jake proteste evropskih zvaničnika, koji su ukazivali na teške budžetske reforme koje su poduzete, što je dokaz da će EU ispuniti svoje finansijske obaveze bez obzira na sve. Danas, mnogi Europljani, „Velike tri“ agencije posmatraju kao agencije koje daju povlašteni položaj Sjedinjenim Američkim Državama, koje su zadržale AAA rejting uprkos rastućem deficitu i visokom nivou javnog duga. Ipak, u augustu 2011. godine, S&P je prvi put u historiji spustio kreditni rejting SAD-a na AA+, što je uslijedilo nakon višenedjeljnog kongresnog razmatranja maksimalne visine deficita i duga.⁶

⁶ The Council on Foreign Relations, *The Credit Rating Controversy*, Internet, <http://www.cfr.org/financial-crises/credit-rating-controversy/p22328,08/03/2015>.

Politika & „velika trojka“

Veoma uticajni i značajni akteri svjetskih finansija su upravo Tri velike agencije, *Moody's*, *Standard & Poor's* i *Fitch Ratings* koje imaju monopol u području svoga djelovanja. Prvenstveno uz pomoć Vlade SAD-a i Komisije za vrijednosne papire SAD-a (SEC), te privatnih kompanija sa kojima su zajedno napisali pravila od 1975. godine, ove rejting agencije dolaze na vlast. Na ovaj način su ove agencije dobile veliku ulogu i uticaj na ulaganja koja se odvijaju na finansijskim tržištima pa tako, na primjer, penzioni fondovi SAD-a mogu ulagati samo u prvoklasne vrijednosne papire prema ocjeni Velike trojke. Dakle, dobile su ulogu da na osnovu rizika ulaganja u vrijednosne papire, koji se određuje na osnovu duga emitenta, korporacije, banke ili suverene nacije utvrdi da li će entitet blagovremeno platiti dug. Određen alfabetskim oznakama (AAA, AA, A ...), kreditni rejting odobren od strane Velike trojke može i nameće velike ekonomske implikacije na potencijalne investitore na globalnom tržištu. Bez obzira na loše ocjene kreditnog rejtinga, zbog značajnog uticaja na tržišnu vrijednost, dobijale su nove emitente, pa i danas Velika trojka ima značajan uticaj i moć na utvrđivanje tržišne vrijednosti. Da bi zadržale poziciju koju imaju i da bi se spriječile nove kompanije da nude slične usluge kreditnog rejtinga, zajedno sa Vladom SAD-a kreirani su novi uslovi koji štite Veliku trojku od kompanija koje nemaju odobrenje Vlade SAD-a, a koje mogu dati pozitivnu ocjenu za ulaganje uz određenu cijenu. Komisija za vrijednosne papire SAD-a (SEC) je formirala Organizaciju nacionalno priznatih statističkih organizacija za ocjenu rejtinga (NRSRO), a Velika trojka je proglašena prvim i jedinim entitetima odobrenim od strane Vlade SAD-a koja je prihvatila njihovu poslovnu praksu. Na ovaj način je od strane Vlade SAD-a postavljen temelj za monopol nad kreditnim rejtingom. Ovakav akt je kreirao okruženje koje spriječava bilo kakav oblik konkurencije, jer standarde za ocjenu kreditnog rejtinga propisuje NRSRO.⁷

Nastavak hladnog rata ili „Drugi hladni rat“, je u punom zamahu od kada je ruski predsjednik Vladimir Putin sataniziran od strane zapadnih medija. Velika trojka, u skladu sa vanjskom politikom SAD-a, Rusiji je nedavno smanjila kreditni rejting, pa je tako S&P ruskom kreditnom rejtingu dala status „junk“, a nedavno su *Moody's* i *Fitch* snizili ocjenu na Baa3. Postavlja se pitanje, da li se ovdje radi o politički motivisanoj ocjeni kreditnog rejtinga?, ili S&P nisu uzeli u obzir snagu ruske ekonomije, kao što je ruski ministar finansija Anton Siluanov rekao.⁸ Ipak, velika je mogućnost da se radi o politički motivisanoj ocjeni, jer Velika trojka predstavljaju 95% tržišta

⁷ Timothy Alexander Guzman, *Politics, Financial Fraud and the "Big Three" Credit Ratings Agencies*, Internet, <http://www.globalresearch.ca/politics-financial-fraud-and-the-big-three-credit-ratings-agencies/5428603>, 10/03/2015.

⁸ Russia times, *S&P downgrades Russia's credit rating to junk*, Internet, <http://rt.com/business/226435-standard-poors-rating-junk/>, 10/03/2015.

kreditnog rejtinga, a specijalni status ovih agencija je zakonom učvršten prvo u SAD-u a onda i u Evropi.

Evropska unija, iako na ivici kolapsa zbog EUR-a koji stvara finansijsku katastrofu većini ljudi suočenih sa mjerama štednje, kritizira Veliku trojku. Tako je Predsjednik Evropske komisije Jose Manuel Barroso izjavio da odluka *Moody's* da smanji rejting Portugalu za četiri nivoa zadržava negativan izgled i potiče špekulacije na finansijskim tržištima, te da se Evropa nastoji udaljiti i umanjiti svoje oslanjanje na uglavnom američke rejting kompanije. Takođe, dodavši da agencije nisu imune na greške i pretjerivanja, njegov stav je podržao i njemački ministra finansija, Wolfgang Schaeuble, koji je rekao da je smanjenje kreditnog rejtinga Portugalu potpuno neopravdano u okolnostima kada zemlja poduzima korake kako bi uredila svoje finansije. Takođe, čini se čudno da ne postoji nijedna rejting agencija koja dolazi iz Evrope, što ukazuje na mogućnost postojanja predrasuda na tržištu kada je u pitanju vrednovanje određenih evropskih pitanja.⁹

Rusija i Kina su najavili da će organizirati zajedničku agenciju za kreditni rejting koja će biti rival Velikoj trojci, što je zabrinulo kartel sa *Wall Street-a*. Danas se dominacija Velike trojke nad finansijskim svijetom brzo smanjuje, a velika je mogućnost da će i druge nacije ili regije razviti vlastite kreditne agencije koje će pružati preciznije ocjenjivanje kreditnog rejtinga.

Dakle, rejting javnog duga SAD-a ocijenjen sa AAA, u suštini predstavlja rezultat čiste politike, a S&P jednostavno nema snagu i integritet da pošteno ocijeni dug SAD-a. Njen odnos sa Vladom SAD-a i *Wall Street-om* je previše dobar da bi se ugrozio taj odnos. U suštini, obzirom na uticaj i krivicu rejting agencija za finansijsku krizu, to može predstavljati *quid pro quo* odnos, tako da sve dok se održava AAA rejting SAD-a, rejting agencije će nastaviti da uživaju monopol bez sankcionisanja Vlade Sad-a i neće biti dozvoljeno pokretanje krivičnih ili građanskih postupaka zbog neodgovarajućeg načina ocijene hipotekarnih vrijednosnih papira. Ipak, na neki način, velika trojka održava svoj status i svoj uticaj na tržištu, ali ne treba zaboraviti da je S&P i ostale dvije agencije veliki broj hipotekarnih vrijednosnih papira rangirale ocjenom AAA, sve dok one nisu postale bezvrijedan papir.¹⁰

S obzirom na savez „Washington - Wall Street“ i njihov uticaj na veliku trojku, Kina i Rusija su se odlučile da stvore svoju zajedničku agenciju za kreditni rejting, pa se postavlja pitanje - koja nacija ili narod ne bi željeli stvoriti kompetentnu, apolitičnu i nepristrasnu agenciju za kreditni rejting koji će bolje obavljati funkcije koje danas vrši Velika trojka? Danas je svima

⁹ Reuters, *UPDATE 2-EU attacks credit rating agencies, suggests bias*, Internet, http://uk.reuters.com/article/2011/07/06/eurozone-ratings-barroso-idUKLDE7650ST20110706_11/03/2015.

¹⁰ Forbes, *S&P Downgrade Of U.S. Debt Says Nothing New*, Internet, <http://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2011/04/18/sp-downgrade-of-u-s-debt-says-nothing-new/>, 11/03/2015.

poznato da finansijski sistem SAD-a ubrzano ide ka propasti sa opterećenjem od 18 triliona USD, pa bi nova agencija Kine i Rusije mogla značajno smanjiti kreditni rejting SAD-a.

Bez obzira na ostale nacije i regione, te svoju povezanost i savez sa SAD-om, koje korake Evropska unija treba da poduzme?

Evropskom agencijom za kreditni rejting do kvalitetnijeg određivanja kreditnog rejtinga

Polazeći od korporativnih skandala koji su se desili sa Enron-om i Parmalat-om, jako je važno da agencije za kreditni rejting svoj posao obavljaju odgovorno, što je i Evropski parlament svojom rezolucijom u februaru 2004. godine i naglasio. Navedenom rezolucijom, definisana su četiri najznačajnija pitanja vezana za kreditne agencije:

- kvaliteta ocjenjivanja;
- nezavisnost i objektivnost agencija za kreditni rejting;
- transparentnost metodologije prilikom određivanja kreditnog rejtinga;
- povećati stepen praćenja aktivnosti agencija za kreditni rejting i efekte mogućeg oligopola.¹¹

Kako bi uredila tržište, Evropska komisija je usvojila paket mjera koji je fokusiran na primjenu „novih strožijih pravila“ u cilju regulacije agencija za kreditni rejting. 30-og septembra usvojena su tri regulatorna tehnička standarda (RTS), u kojima su definisani zahtjevi objavljivanja, a koji se odnose na emitente, izdavače i institucije za izdavanje finansijskih instrumenata, te su definisani zahtjevi izvještavanja agencija za kreditni rejting kako bi se pojačao nadzor Evropske agencije za vrijednosne papire i tržišta (engl. *European Securities and Markets Authority – ESMA*).

Ipak, i pored utvrđenih nepravilnosti koje su se desile prilikom određivanja kreditnog rejtinga od strane Velike trojke, i danas, *S&P, Moody's, Fitch i DBRS* predstavljaju jedine četiri rejting agencije priznate od strane Evropske centralne banke za ocjenu banaka koje pozajmljuju od Evropske centralne banke.¹² Dosadašnja iskustva potvrdila su da je postojao značajan uticaj velike trojke na finansijsku krizu, te monopol na tržištu, Evropsku agenciju za kreditni rejting treba formirati što je prije moguće, a Uredbom obavezati Evropsku centralnu banku, ali i Centralne banke zemalja članica na priznavanje rejtinga samo Evropske agencije za kreditni rejting. Pokazalo se da su *S&P, Moody's i Fitch* svojim ocjenama remetili eurozonu, te da su

¹¹ European parliament, *European Parliament resolution on Role and methods of rating agencies (2003/2081(INI))*, Internet, <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&reference=P5-TA-2004-0080&language=EN>, 13/03/2015.

¹² ECB, *Eurosystem credit assessment framework*, Internet, <http://www.ecb.europa.eu/paym/coll/risk/ecaf/html/index.en.html#ratingscale>, 12/03/2015.

doprinosili stvaranju špekulacija na tržištu. Dakle, Evropska unija treba što prije urediti pravni okvir, te formirati svoju agenciju za kreditni rejting, koja će biti kompetentna, apolitična i nepristrasna prilikom određivanja kreditnog rejtinga kompanija, vlasničkih vrijednosnih papira, ali i država.

Velika je vjerovatnoća, da je oslanjanje i povjerenje na veliku trojku veće i nego se to može pretpostaviti. Brazil, Rusija, Indija, Kina i Južna Afrika već poduzimaju korake u osnivanju nezavisne agencije za kreditni rejting, pa bi tako i Eurozona trebala poduzeti slične korake i utvrditi organ koji će ograničiti funkcije agencije za kreditni rejting i u konačnici blokirati i zaustaviti monopolističko ponašanje velike trojke na tržištu. Ipak, do sada, ovisnost o velikoj trojci je ostala netaknuta jer one imaju ogroman uticaj i prisutnost na tržištu. Ipak, bez obzira na trenutno stanje i monopol koji ima velika trojka, treba jasno potvrditi da formiranje pojedinačnih kreditnih agencija, u svakom slučaju, predstavlja dobru ideju jer veći će broj agencija doprinijeti transparentnijem, objektivnijem i fer formiranju rejtinga. Ovakav oblik ocjenjivanja će doprinijeti ukupnoj ekonomskoj i političkoj stabilnost, te predstavljati vrijedan izvor institucionalnim investitorima koji se budu oslanjali na ove ocjene. Dakle, za uspješno funkcionisanje ovih agencija je najvažnija sposobnost, nezavisnost od politike i nepristrasnost, što će doprinijeti povećanju pouzdanosti. Ne smije se dopustiti, da jedan ekonomski instrument koji može doprinijeti ekonomskom razvoju, služi u interesu samo nekolicine, te da imaju monopol nad globalnim investiranjem.

Na kraju se postavlja pitanje: Da li je velika trojka samo jedan instrument globalizacije i potpune dominacije nad cijelim svijetom, kojim upravlja jedna država ili grupa ljudi sa određenim interesima?

Zaključak

Historijski posmatrano, kreditne rejting agencije imale su značajnu ulogu u finansijskom svijetu proteklog stoljeća. Svojim postojanjem su pomogle investitorima da identificiraju različite rizike, pa se može reći da bi se investitori gubili u pokušajima utvrđivanja različitih rizika i nivoa kamatne stope. Međutim, u konačnici treba sve uzeti u obzir i reći da su mišljenja ovih rejting agencija zasnovana na mišljenjima visoko obrazovanih stručnjaka, te da su to ipak samo mišljenja. Prilikom investiranja, investitori treba da posmatraju i kreditni rejting, ali oni treba da koriste svoje lična mišljenja prilikom donošenja odluke o kupovini nekog finansijskog instrumenta ili ulaganja u neku zemlju. Dakle, kreditni rejting je samo jedan ekonomski instrument, koji u pravim rukama može značajno olakšati investiranje, ali u pogrešnim rukama, može kreirati smutnju i napraviti nered na tržištu.

Uloga velike trojke, koja danas predstavlja 95 % tržišta, u nastanku ekonomske krize je dokazala da ove agencije mogu podlijevati različitim uticajima i interesima. Značajnu ulogu su odigrale u krizi eurozone, pa se

može reći da su doprinijele špekulaciji i destabilizaciji tržišta. Danas su svoju ulogu prenijele na Rusiju, a sutra to može biti bilo ko. Dakle, Europska unija koja je i dalje pod uticajem velike trojke treba poduzeti korake koji će umanjiti oligopol ovih agencija, te doprinijeti kvalitetnijem i pouzdanijem rangiranju kompanija, vrijednosnih papira ili država. Jedna od solucija predstavlja i organiziranje stručne, apolitične i nepristrasne Evropske agencije za kreditni rejting, koja će biti kvalitetno regulisana.

Na kraju treba razmisliti: Da li je nekome u interesu da ima kontrolu nad eurozonom i Evropskom unijom, te da li je svima interes stabilna Unija evropskih naroda?

Bibliografija

- ECB, *Eurosystem credit assessment framework*, Internet, <http://www.ecb.europa.eu/paym/coll/risk/ecaf/html/index.en.html#ratingscale>, 12/03/2015.
- European parliament, *European Parliament resolution on Role and methods of rating agencies (2003/2081(INI))*, Internet, <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&reference=P5-TA-2004-0080&language=EN>, 13/03/2015.
- Forbes, *S&P Downgrade Of U.S. Debt Says Nothing New*, Internet, <http://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2011/04/18/sp-downgrade-of-u-s-debt-says-nothing-new/>, 11/03/2015.
- Kalen Smith, *History of Credit Rating Agencies and How They Work*, Internet, <http://www.moneycrashers.com/credit-rating-agencies-history/>, 06/03/2015.
- Reem Heakal, *What Is A Corporate Credit Rating?*, Internet, <http://www.investopedia.com/articles/03/102203.asp>, 07/03/2015.
- Reuters, *UPDATE 2-EU attacks credit rating agencies, suggests bias*, Internet, <http://uk.reuters.com/article/2011/07/06/eurozone-ratings-barroso-idUKLDE7650ST20110706>, 11/03/2015.
- Rusia times, *S&P downgrades Russia's credit rating to junk*, Internet, <http://rt.com/business/226435-standard-poors-rating-junk/>, 10/03/2015.
- The Council on Foreign Relations, *The Credit Rating Controversy*, Internet, <http://www.cfr.org/financial-crises/credit-rating-controversy/p22328>, 08/03/2015.
- Timothy Alexander Guzman, *Politics, Financial Fraud and the "Big Three" Credit Ratings Agencies*, Internet, <http://www.globalresearch.ca/politics-financial-fraud-and-the-big-three-credit-ratings-agencies/5428603>, 10/03/2015.
- Trading economics, *Credit Rating - Countries - List*, Internet, <http://www.tradingeconomics.com/country-list/rating>, 08/03/2015.

U.S. Securities and Exchange Commission, *Investor Bulletin: The ABCs of Credit ratings*, Internet, http://www.sec.gov/investor/alerts/ib_credit_ratings.pdf, 05/03/2015.

Igor FERJAN

CREDIT RATING AGENCIES: KEY FACTOR FOR GLOBAL (NON-) INVESTMENT?

ABSTRACT

Credit rating has an important role as an economic instrument in investment decision-making. Nowadays, credit rating agencies play an important role in terms of global investment. These agencies did play a major part over the past century, but their role in the economic crisis has led to a great discussion regarding their business and their susceptibility to various influences. All this has led to controversy and to a general attitude about opening the markets, both in the EU and in the rest of the world. Therefore, on account of credit rating in the global investment ranking, this process should not be neglected and left to a handful of people to manage, thus indirectly enabling them to control the world. Hence, the results of the research presented in the paper accomplished its primary objective: to affirm both credit rating as an economic instrument and impartiality of credit rating agencies. The paper elaborated the most important determinants of both credit rating itself and the concept of credit rating agencies. Particular attention was paid to various impacts affecting credit rating agencies indirectly affecting the global economic crisis. The paper elaborated several thematic units with respect both to the credit rating and credit rating agencies, likewise including a representative example of the impact of rating agencies in the creation of economic crisis. Finally, the paper proposed measures on how to properly establish a credit rating via the European Credit Rating Agency.

Key words: rating, agency, investment, state.