

AGENCIJE ZA KREDITNI REJTING – PRIJE I POSLIJE FINANSIJSKE KRIZE

CREDIT RATING AGENCIES – BEFORE AND AFTER THE FINANCIAL CRISIS

Miladin Milošević, master
Nevladino udruženje Ideas
Brčko, Bosna i Hercegovina

Rezime: Agencije za kreditni rejting su imale značajnu ulogu na finansijskim tržištima do pojave svjetske finansijske krize 2007. godine. Ocjene kreditnih agencija su, za veliki broj investitora, bile glavni vodič pri investiranju i procjeni kreditne sposobnosti klijenata. Pojavom svjetske finansijske krize na površinu su isplivale sve manjkavosti sistema u kojima su, uglavnom, tri agencije za kreditni rejting određivale sudbinu mnogih učesnika na finansijskom tržištu. Stoga, u ovom radu će biti posebno analizirani faktori koji su doprinijeli potcjenjivanju rizika od strane agencija za kreditni rejting, uloga agencija za kreditni rejting nakon svjetske finansijske krize i mogući pravci regulisanja rada i tržišta agencija za kreditni rejting.

Ključne riječi: agencije za kreditni rejting, regulacija, svjetska finansijska kriza, moralni hazard

Abstract: The Credit Rating Agencies have had a significant role on the financial markets until the global financial crisis in 2007. The ratings from the Credit rating agencies, for a great number of investors, were the main guideline for investments and assessment of the credit worthiness of the clients. With the beginning of the global financial crisis, all the shortcomings of the system have surfaced, in which basically, three Credit rating agencies were determining the destiny for many participants in the financial market. Therefore, this paper will specifically analyze the factors which contributed to underestimation of the risk by the Credit rating agencies, role of the Credit rating agencies after the global financial crisis and possible courses for regulation of the work and the market of the Credit rating agencies.

I. UVOD

U skoro svim analizama Svjetske finansijske krize 2008-2009 godine spominju se agencije za kreditni rejting i njihova uloga u generisanju krize. Iako postoje različita tumačenja oko uzroka pogrešnih procjena koje su agencije objavljivale, svi su saglasni da agencije nisu dobro radile svoj posao. O ulozi agencija za kreditni rejting Milton Fridman je slikovito objasnio da „na svijetu postoje dvije velike sile. Sjedinjene Države i Mudis. Sjedinjene Države mogu nekoga uništiti bombama, a Mudis snižavanjem kreditnog rejtinga. Nije potpuno jasno ko ima veću moć“ (Krausll, 2003). Ovakva izjava odslikava pravo stanje koje se manifestovalo 2008. godine kada se vidjela prava moć agencija za kreditni rejting. Pokazalo se da agencije mogu da svojim ocjenama obezbijede poziciju tržišnim akterima koja im ne pripada. Pored toga, pokazalo se da agencije naglim promjenama svojih ocjena mogu da budu okidač velike krize.

U ovom radu će biti analiziran rad agencija za kreditni rejting, kritike koje su se pojavile u vezi njihovog rada kao i preporuke za regulaciju rejting tržišta i ocjena buduće uloge agencija za kreditni rejting. Nakon uvoda, u drugom dijelu rada će biti analizirana uloga agencija za kreditni rejting sa aspekta investitora, regulatora i ostalih učesnika na tržištu.

U trećem dijelu rada su predstavljene sve kritike na rad agencija za kreditni rejting koje su se pojavile i prije krize ali koje su privukle više pažnje poslije krize. Nedostatak konkurencije, nezavisnosti u radu, nedostatak odgovornosti, prociklično ponašanje i preveliki uticaj su područja koja su najviše kritikovana.

U četvrtom dijelu rada je analiziran sukob interesa koji postoji u radu agencija za kreditni rejting.

Sama organizacija tržišta i broj učesnika kao i odsustvo njihove odgovornosti predstavljaju predušlove za postojanje sukoba interesa. Vođeni maksimizacijom profita i tržišnim udjelom agencije za kreditni rejting su žrtvovalе kvalitet svoga rada.

U zadnjem, petom dijelu su iznesene preporuke za buduću regulaciju koja će obezbijediti u budućnosti kvalitetniji rad agencija za kreditni rejting i spriječiti nastanak situacije koja je vladala prije izbivanja finansijske krize. Predstavljene su dvije opcije, pojačano regulisanje i smanjeno regulisanje (liberalizacija tržišta). Na kraju je iznesen stav o budućoj ulozi agencija za kreditni rejting i razvoju rejting tržišta.

II. ULOGA I FUNKCIJE AGENCIJA ZA KREDITNI REJTING

Agencije za kreditni rejting (agencija) predstavljaju komercijalne organizacije koje se bave ocjenjivanjem sposobnosti kompanija, instiucija i vlada da servisiraju dug. Uloga agencija za kreditni rejting je pružanje informacija svim zainteresovanim stranama o bonitetu izdavaoca hartija od vrijednosti. Ocjene koje daju agencije za kreditni rejting su obično u obliku skale i svaka od oznaka na datoj skali simboliše bonitet kompanije, fonda i sl. Iako ocjena kojom agencija ocijeni određenu kompaniju, obligaciju i sl. nema prediktivnu snagu o njihovom budućem bonitetu, učesnici na tržištu se uglavnom vode ovim ocjenama tako da se u javnosti stvorio utisak da agencije imaju veliku moć, tj. njihove odluke mogu da znatno olakšaju poslovanje kompanija ali i da im „stave ključ u bravu“. Pored pružanja informacija investitorima o bonitetu kompanija, HoV (hartija od vrijednosti) i sl., agencije za kreditni rejting imaju funkciju da omogućavaju izdavaocu HoV da pristupi finansijskom tržištu i da pomaže regulatorima u regulisanju finansijskih tržišta. Uloga agencija je vremenom sve više rasla, tako da su njihove ocjene postale jedan od glavnim inputa kod odlučivanja kupaca ali i kod izdavaoca HoV.

Pružanje informacija investitorima predstavlja najvažniju funkciju agencija. S obzirom na komplikovanost procjene boniteta kompanija, HoV i sl. investitori nisu u stanju da sami izvrše adekvatnu procjenu rizika te se stvorila potreba stvaranja takve organizacije koja će pružati valjane informacije investitorima kojima će pomoći pri donošenju konačnih odluka. Već početkom XX vijeka u SAD se stvorila potreba za uslugama takve organizacije kod ocjene obveznica koje su izdavale željeznice SAD. Od tog trenutka počinje razvoj agencija za kreditni rejting i današnjih

najvećih i najuticajnijih agencija (Moody's, S&P i Fitch). Ova funkcija agencija za kreditni rejting se nije promijenila do danas, a to je da ocijeni kvalitet dužničkih hartija od vrijednosti. Pored ocjene kvaliteta dužničke HoV koji podrazumijeva procjenu očekivanog gubitka HoV, agencije ocjenjuju i finansijsku snagu i transakcione rizike koji mogu biti različiti za HoV sa istim kreditnim rejtingom.

Iako je na početku razvoja agencija za kreditni rejting imala ulogu pružanja informacija kupcima dužničkih HoV za šta su investitori plaćali agencijama, kasnije su se pozicije u mehanizmu funkcionisanja agencija promijenile. Danas, izdavaoci dužničkih HoV plaćaju agencijama da izvrše ocjenu boniteta. Ocjena koju da agencija služi kao dokaz kvaliteta dužničke HoV i sa tom informacijom izdavaoci dužničkih HoV izlaze na finansijska tržišta. Uloga agencija je vrlo značajna jer od njihove ocjene zavisi da li će izdavalac dužničke HoV moći naći investitora na finansijskom tržištu i pod kojim uslovima. Dobrom ocjenom izdavalac dužničke HoV može da pristupi finansijskom tržištu i da tako smanji troškove pozajmice u odnosu na klasične pozajmice (kredite) kod komercijalnih banaka.

Pored navedenih funkcija, agencije za kreditni rejting su značajne i za regulatore. Već duže vrijeme regulatori u zapadnim državama, naročito SAD, koriste ocjene agencija da bi procijenili rizik investicija koje preduzimaju entiteti koji su od velike važnosti za cjelokupnu zajednicu. Penzioni fondovi, Banka za međunarodna poravnanja i mnogi drugi u svojim regulatornim šemama koriste ocjene agencija za kreditni rejting kao globalnu osnovu za procjenu kreditnog rizika. Određeni penzioni fondovi i neki drugi entiteti su ograničeni pri kupovini dužničkih HoV ukoliko te HoV nemaju kreditni rejting. Agencije su svoju poziciju duboku zasadile u regulatornu šemu tako bilo kakve promjene donose velike potrebe u čitavom sistemu.

III. KRITIKA AGENCIJA ZA KREDITNI REJTING

Tek nakon izbivanja Svjetske finansijske krize počinje detaljnije i obimnije analiziranje nedostataka koje je sa sobom nosio sistem u kom su tri agencije za kreditni rejting imale najznačajniju ulogu. Prvi kritika sa kojom se većina analitičara slaže jeste nedostatak konkurencije. S obzirom da samo tri agencije imaju značajnu ulogu na tržištu, problem oligopola je sam po sebi doveo u pitanje funkcionisanje konkurencije na takvom tržištu kao i mogućnosti pojave sukoba interesa. Visoke ocjene date nisko-

kvalitetnim dužničkim HoV, naročito rizičnim hipotekarnim kreditima, su naročito kritikovane od strane autoriteta širom svijeta zbog njihovog doprinosa kreditnom balonu koji je eksplodirao za vrijeme krize (Financial Times, 2008). Međutim, nedostatku konkurencije su doprinijeli i regulatori koji su u uglavnom prihvatili odluke „velike trojke“ čime su direktno otežavali ulazak drugih agencija na tržište. Jedna od takvih institucija su bile i Federalne rezerve koje su se isključivo oslanjale na procjene tri najveće agencije. Nedostatak odgovornosti predstavlja sljedeći nedostatak koji sa sobom nosi dosadašnji način rada agencija za kreditni rejting. Iako su ocjene agencija široko prihvaćena i korišćene u međunarodnim standardima i regulatornim šemama, ocjene koje izdaju agencije imaju status „mišljenja“. Agencije su ocijenile Lehman brothers (Lehman brothers) sa ocjenom A mjesec dana prije bankrotstva, kao i mnoge druge HoV koje su se kasnije pokazale kao bezvrijedne. Za ovakve loše procjene agencije nisu odgovorne iako su doprinijele širenju finansijske krize.

Pored nedostatka odgovornosti agencija, javlja se i problem nedostatka nezavisnosti. Nezavisnost i kredibilitet bi trebali da budu glavne odlike agencija. Međutim, s obzirom da neki izdavaoci dužničkih HoV plaćaju da se izvrši ocjena a da neki drugi izdavaoci ne plaćaju, stvaraju se uslovi za pojavu sukoba interesa, tj. da izdavaoci HoV koji plaćaju da se izvrši ocjenjivanje dobijaju veće ocjene od onih koji ne plaćaju za ocjenjivanje. Davanje većih ocjena izdavaocima HoV koji plaćaju ocjenjivanje ima za cilj da ti izdavaoci i dalje nastave sa plaćanjem i tako povećaju prihode agencija. Sljedeća kritika na račun agencija za kreditni rejting se odnosi na njihovo prociklično ponašanje. U vrijeme prosperiteta, ekonomskog rasta i pozitivnih očekivanja tržišnih učesnika, agencije za kreditni rejting se isto tako ponašaju. Agencije su u prethodnom periodu svoje ocjene kreditnog rejtinga u većini slučajeva podizale i održavale na istom nivou zbog pozitivnog djelovanja ekonomskog rasta i pozitivnih očekivanja. Kritičari smatraju da agencije treba da ocjene donose na vremenski jasno definisanom intervalu i potpuno objektivno bez uključenja očekivanja koja nisu potkrepljena jasnim i relevantnim činjenicama. Loša strana procikličnog ponašanja se pokazala za vrijeme Azijske krize kada je u jednom danu S&P snizio rejting Južne Koreje za tri niše. Ista situacija se pojavila i za vrijeme zadnje finansijske krize kada su agencije u vrlo kratkom roku obarale rejting za nekoliko niša. Ovakvo ponašanje dovodi do zaključka da su se agencije ponašale previše „opušteno“ zasnivajući svoje prognoze na neutemeljenim činjenicama ili da agencije ne raspoložu kapacitetima da

predvide buduća kretanja na tržištima koja su od velike važnosti za procjenu kreditnog rejtinga.

Sljedeća kritika se odnosi na preveliki uticaj agencija. Naime, s obzirom da se većina regulatora i investitora oslanja na ocjene agencija, postoji mogućnost donošenja odluka u bilo koje vrijeme što agencije mogu da zloupotrijebe. Smatra se da je bankrotstvo Enrona direktna posljedica ovakvog ponašanja agencija. Pored toga, sniženje kreditnog rejtinga Grčke od strane S&P na BB+ neposredno prije početka pregovora 2010. sa MMF-om i članicama Evrozone o finansijskom paketu pomoći je u znatnoj mjeri promijenilo situaciju i dovelo pregovarače u različite situacije. Postavlja se pitanje da li agencije treba da ocjene donose na osnovu trenutnog stanja na tržištu, naročito ako postoje turbulencije ili ocjene treba da budu donesene na osnovu dugoročnog vremenskog horizonta. Zbog svih svojih nedostataka koji su navedeni i koji su isplivali na površinu pred i tokom finansijske krize, doneseno je nekoliko akta (npr. Dod – Frankov zakon) kojima se reguliše funkcionisanje agencija za kreditni rejting kao i plan (npr. Plan Odbora za finansijsku stabilnost za smanjenje oslanjanja na ocjene agencija za kreditni rejting) kojim se želi smanjiti oslanjanje tržišnih aktera na ocjene agencija za kreditni rejting.

IV. SUKOB INTERESA

U postojećem sistemu po kome funkcionišu agencije za kreditni rejting javlja se veliki prostor za devijantno ponašanje agencija za kreditni rejting. Naime, izdavalac dužničkih HoV odlučuje kojoj agenciji će ponuditi da izvrši procjenu kreditne sposobnosti. Podrazumijeva se da će izdavalac dužniče HoV povjeriti posao agenciji za koji očekuje da će dati bolju ocjenu. Što je finansijski proizvod kompleksniji (npr. CDO), naknada za ocjenu će biti viša. S druge strane, ocjene agencija za kreditni rejting sa sobom ne nose pravnu odgovornost za pogrešnu procjenu tako da postoji prostor da se kreditni rejting precijeni zbog finansijskih interesa agencije i izdavaoca HoV. Takav odnos agencija i klijenta je uticao na „opuštanje“ standarda rejting agencija. Jedino ograničenje koje se javlja pred agencije je pad povjerenja i kredibiliteta koje sa sobom nose pogrešne ocjene. Međutim, u vrijeme prosperiteta i ekonomskog rasta te pogrešne ocjene se ne vide niti su se vidjele u prethodnim periodima. I danas poslije velikih grešaka koje su načinile vodeće agencije za kreditni rejting, S&P, Moody's i Fitch zauzimaju vodeću poziciju na tržištu agencija za kreditni rejting i njihove ocjene i dalje predstavljaju u velikoj mjeri oslonac za odluke investitora.



Slika 1. Lanac sekjuritizacije

Tek nakon finansijske krize došlo je do razotkrivanja promjena koje se se desile na tržištu agencija za kreditni rejting. Naime, u svom svjedočenju pred Federalnom komisijom za istraživanje krize (The Financial Crisis Inquiry Commission), Mark Froeba, bivši podpredsjednik Mudija, je izjavio „da je od agencije koja je isključivo brinula za tačnost procjena a time i reputaciju došla do faze u kojoj se brine o tržišnom udjelu i odnosu kupcima. Takva promjena korporativne kulture je nesumnjivo doprinijela lošim procjenama koje su isplivale na površinu 2008“. Druga činjenica koja utiče na samo ponašanje agencija za kreditni rejting jeste oligopolsko tržište. U SAD postoje tri agencije koje zauzimaju najveći tržišni udio i čije se ocjene koriste kod svih regulatora i tržišnih učesnika. Izdavalac dužničkih HoV sigurno neće izabrati onu agenciju za koji pretpostavlja da će dati nisku ocjenu. Takvog ponašanja su svjesni i u samim agencijama koje se zbog toga počele da obaraju kriterijume i precjenjuju kreditnu sposobnost izdavaoca dužničkih HoV. Pojava većeg broja agencija za kreditni rejting je dovela do pojačane konkurencije i potvrđeno je da je ulazak novog tržišnog aktera, agencije Fič, smanjio prediktivnu sposobnost agencija. To se naročito odnosi na procjenu vrijednosnih papira pokrivenim imovinom (ABS) (Božović, Urošević, Živković, 2011, p.5).

V. PREPORUKE ZA REGULACIJU REJTING TRŽIŠTA I BUDUĆA ULOGA AGENCIJA ZA KREDITNI REJTING

Finansijska kriza, za čiji okidač mnogi smatraju izvještaje agencija za kreditni rejting, je prouzrokovala mnogobrojne rasprave o budućem načinu organizovanja rejting tržišta. Većina autora koja se bavi ovom problematikom se zalaže za veću regulaciju koja bi vodila preciznijem i transparentnijem radu agencija. S obzirom da postoji mogućnost zloupotrebe položaja koje imaju agencije, smatra se da bi veća regulacija i transparentnost rada vodila boljem radu agencija. Neke od preporuka se odnose da agencije ne mogu

ocjenjivati bonitet kompanija ili investicionih fondova ukoliko je agencija učestvovala u kreiranju portfelja te kompanije ili fonda. Pored toga, smatra se da se treba ograničiti iznos poklona koju analitičar dobija od izdavaoca dužničke HoV, da je potrebno da metodologija koju primjenjuje agencija bude javna, itd.

Iako je ovaj model uveliko prihvaćen od strane regulatornih tijela, velike zamjerke se mogu uputiti na račun ovog prijedloga, kako formalne tako i suštinske. Kao prvo, dodatna regulacija će sa sobom nositi i veće troškove tako da će se stvoriti ulazne barijere i time ograničiti razvoj rejting tržišta. Kao drugo, transparentnost i javnost metodologije negativno utiče na inovacije i unapređenje sistema rejtinga. Ukoliko metodologija bude javna time će agencije koje ulažu u istraživanje i razvoj biti demoralisane da stvaraju bolje modele jer će ti modeli vrlo brzo doći do konkurencije. Pored toga, dodatna regulacija bi usporila rad agencija za kreditni rejting i pitanje je koliko bi brzo agencije mogle reagovati na promjene koje se dešavaju na tržištu.

Drugi model podrazumijeva manje regulacije na rejting tržištu. Polazi se od toga da agencije za kreditni rejting nisu jedine institucije koje mogu da daju mišljenje o bonitetu izdavaoca dužničkih HoV. Pored agencija, postoje i drugi tržišni subjekti (npr. analitičari) koji mogu da rade isti posao. Ovaj model podrazumijeva da regulator treba da se više posveti regulaciji portfelja izdavaoca dužničkih HoV, a da tržištu prepusti da ocijeni koja institucija najbolje ocjenjuje bonitet. Smatram da je ovaj model prihvatljiv i da će slobodno tržište iznjedruti najbolje institucije kojima će kupci informacija davati svoje povjerenje. Ukoliko se ovaj model prihvati, agencije za kreditni rejting će morati sami izvršiti određene promjene i dokazivati se na tržištu kako bi očuvali postojeće, dobro poljuljano, povjerenje. Kao i kod svih drugih proizvoda/usluga, informacija o bonitetu ima svoj kvalitet. Davalac takve informacije će sigurno biti nagrađen ili kažnjen u zavisnosti od kvaliteta informacije (prediktivne snage). Postojeće tržište u kom vlada nekoliko agencija je, vjerovatno, najgore moguće rješenje. Čak bi regulisano monopolsko tržište

bolje funkcionisalo od postojećeg tržišta. Naravno, liberalni model ima svojih nedostataka jer je moguće da se na tržištu pojave mnoge institucije koje bi obavljale posao koji rade agencije što bi povećalo mogućnost nastajanja pogrešne procjene. Međutim, tržište bi se brzo samo očistilo i opstali bi najbolji. Uloga agencija za kreditni rejting u budućem periodu će biti redefinisana i smanjena. Regulatori su već donijeli važne odluke koje idu u tom pravcu, ali što je bitnije, i investitori su počeli da se okreću drugim modelima kako bi vršili procjenu rizika. U narednom periodu može se očekivati da će doći do liberalizacije ovog tržišta gdje će se investitori oslanjati na više izvora o kvalitetu izdavaoca HoV, bez obzira da li ti izvori budu nametani od strane regulatora ili ne. Procjena kreditne sposobnosti će biti rađena "od slučaja do slučaja" jer su se mnogi investitori naučili na svojim i tuđim greškama. Efekat „pamćenja“ ostaje dugo urezan kod investitora koji su mnogo izgubili u prethodnoj krizi.

ZAKLJUČAK

Agencije za kreditni rejting su imale neobično veliku ulogu na kapitalističkom tržištu koga odlikuje slobodna konkurencija. Iako su se manjkavosti takvog uređenja tržišta vidjele i tokom 1997. godine do značajnih promjena nije došlo sve do 2008. godine. Loše procjene koje su agencije donijele su bile djelimično i uzrok i okidač Svjetske finansijske krize. Tek nakon tih događaja, počelo se sa preispitivanjem uloge agencija i predlaganjem novih rješenja koje će voditi većoj dobiti svih učesnika na tržištu. Postojanje moralnog hazarda se potvrdilo i u ovom segmentu tržišta. Pozicija koju su imale vodeće tri agencije su stvorile okruženje koje je moralo iznjedrati velike i brojne propuste u radu agencija. Uloga agencija za kreditni rejting kod investitora i regulatora se mijenja. Potrebno je donijeti prijedlog promjena koji će obezbijediti bolje funkcionisanje rejting tržišta. Iako su regulatori donijeli mnoge akte kojima se ograničava uloga agencija, mala je vjerovatnoća da se slične situacije neće dogoditi i u budućnosti jer se jedna regulacija zamjenjuje drugom regulacijom što će opet, vremenom, stvoriti uslove za stvaranje moralnog hazarda i velike potrese na tržištu. Liberalizacija rejting tržišta, smanjenje ulaznih barijera i prepuštanje tržištu da ocijeni koja institucija vrši najbolje ocjenjivanje kreditne sposobnosti predstavlja najbolje rješenje za efikasno funkcionisanje rejting tržišta.

LITERATURA

- [1] Banmelech, E., and Dlugosz, J., The Credit Rating Crisis, NBER Macroeconomics Annual, 2009
- [2] Bolton, P., Freixas, X., and Shapiro, J. „The Credit Ratings Game, Barcelona Economics Working Papers Series, GSE, 2010
- [3] Božović, M., Urošević, B i Živković, B., Credit Rating Agencies and Moral Hazard, Panoeconomicus, 2011
- [4] Financial Times, „Rating bodies broke bond of trust“, Octobar 2008
- [5] Hassan, M. and Kalhoeffe, C., „Regulation on Credit Rating Agencies, GUC, 2011
- [6] <http://fcic.law.stanford.edu/>
- [7] Kraussl, R. „Do Credit Rating Agencies Add to the Dynamics of Emerging Market Crises?, CFS, 2003
- [8] The Economist, „Standard & Poor's, Berated“, January 2015
- [9] Tichy, G., „Credit Rating Agencies: Part of the Solution or Part of the Problem, Intereconomics, 2011