

Pregledni znanstveni rad
Scientific review

JEL Klasifikacija: F37;E44; E61; E66

Tanja Mrvić • Željko Rička • Hasan Mahmutović*

METODOLOGIJA KREIRANJA REJTING OCJENA KREDITNIH REJTING AGENCIJA I NJIHOVA OGRANIČENJA

METHODOLOGY OF CEATING RATING MARKS OF CREDIT RATING AGENCIES AND THEIR LIMITATIONS

Sažetak

Primarna svrha poslovanja kreditnih rejting agencija je smanjenje ili otklanjanje asimetričnosti informacija između emitenata i investitora vrijednosnih papira. Iako funkcionišu pod nadzorom regulatornih tijela država ne čijem području djeluju, česta je situacija da trpe kritike i optužbe da su jedan od glavnih krivaca za postojeće stanje finansijskog sistema zemalja čije finansijske sisteme i institucije ocjenjuju. Činjenica je da ne postoji određena univerzalna metodologija određivanja rejting ocjene jer je procjena rizičnosti emitenata posao koji sadrži i objektivne procjene finansijskih i ekonomskih pokazatelja ali sadrži i subjektivnu procjenu procjenitelja. Kritičari metodologije kreditnih rejting agencija glavne glavne slabosti vide u metodologijamarejtinga, neadekvatnom due diligence procesu, nedovoljnoj transparentnost u ocjenama, kriterijima i metodologijama koje su se koristile u

Primljeno: 18.07.2016; Prihvaćeno: 19.11.2016

Submitted: 18.07-2016; Accepted: 19-11-2016

- **Dr. sc. Tanja Mrvić, docent, Visoka Beogradska poslovna škola**
- **Dr. sc. Željko Rička, vanredni profesor, Ekonomski fakultet Univerziteta u Zenici**
- **Dr. sc. Hasan Mahmutović, vanredni profesor, Ekonomski fakultet Univerziteta u Zenici**

rangiranju strukturnih proizvoda, nedovoljnoj jasnoći značenja rejtinga i karakteristikama rizika strukturnih proizvoda i nedovoljnoosjetljivosti na konflikte interesa u procesu rangiranja. Kritičari ističu učestali poslovni model kreditnih rejting agencija kod kojeg su oni, ujedno, savjetnici emitenata kao i praksu da naknade plaćaju direktno emitenti. U tekstu je predstavljena uobičajena metodologija utvrđivanja rejting ocjena tri najveće rejting agencije sa osvrtom na pitanja koja su izložena najčešćim kritikama korisnika usluga rejting agencija i iz ugla emitenata i investitora.

Ključne riječi: *kreditne rejting agencije (CRAs), rejting ocjene, metodologija ocjenjivanja.*

Abstract

The primary purpose of the business activity of credit rating agencies is to reduce or to remove asymmetry of information between the issuer and investor of securities. Although they function under the supervision of regulatory bodies of the countries in whose territories they act, it is common that they suffer criticism and accusations to be one of the main guilty parties for the existing state of the financial system of the countries whose financial systems and institutions they rate. It is a fact that there is no specific universal methodology for determining the rating mark since the risk evaluation of the issuer is a task which contains the impartial evaluation of the financial and economic indicators but also a subjective evaluation by the assessor. Critics of the methodology of credit rating agencies see their main deficiencies in the rating methodologies, the inadequate due diligence process, insufficient transparency in ratings, criteria and methodologies which were used in the ranking of structural products and the insufficient reception of conflict of interest in the ranking process. Critics emphasize the frequent business model of credit rating agencies in which they are also advisors to the issuers as well as the practice that the remuneration is directly paid by the issuers. This text presents a common methodology of determining the rating marks of three biggest rating agencies with review of the issues which are exposed to frequent criticism by the users of rating agency services and from the viewpoint of issuers and investors.

Key words: *credit rating agencies (CRAs), rating marks, and rating methodology.*

1. OSNOVNI METODOLOŠKI PRISTUP KREDITNIH REJTING AGENCIJA

Osnovu poslovanja kreditnih rejting agencija (CRAs) čini analiza izgleda za kašnjenje u izvršavanju obaveza dužnika, zbog čega one svoj rejting proces fokusiraju na osnovne dugoročne snage kompanije bazirane na javnim i privatnim informacijama. Sva svoja istraživanja one zasnivaju na vršenju *fundamentalne analize* na dubinskom ekonomskom i sektorskom istraživanju. Fundamentalna analiza nudi odlične rezultate istraživanja, ali ima i

određene nedostatke svoje kompleksnosti i obimnosti što usporava proces ocjene, dok su za to vrijeme moguće promjene na berzama koje se reflektuju na rezultate istraživanja.

Imajući u vidu velika bankrotstva i povećan kreditni stres u globalnoj ekonomskoj krizi CRAs, pri vršenju fundamentalne analize, imaju različite dileme u zavisnosti od problematike koja se ispoljava kroz krizu i sve više su pod pritiskom jer moraju obezbediti češće revizije kreditnog statusa bez gubitka kvaliteta procesa rejtinga.

Analitička metodologija rejtinga obuhvata kvantitativnu i kvalitativnu analizu korporacija, izračunavanje određenih racija i koeficijenata na osnovu bilansnih pozicija i pokazatelja poslovanja kompanija. Ne postoji formula za kombinovanje rezultata istraživanja CRAs i njihovog donošenja rejting ocjene zbog čega se, u naučnim krugovima, često čuje da rejting ocjene predstavljaju isto toliko nauku koliko i pristup analizi. Praktično, ideja rejting izvještavanjajai jeste postizanje tzv. “rejting mix-a” kvantitativnih i kvalitativnih pokazatelja iz koga se kao proizvod dobija fundamentalni kvalitetan rezultat i rejting ocjena izražena rejting skalama.

Finansijski izvještaji predstavljaju polaznu tačku za finansijsku analizu rangiranog subjekta. Takva analiza uzima u obzir računovodstvene osnove koje preduzeće koristi za pripremu svojih finansijskih izveštaja. CRAs nailaze na niz prepreka i pri vršenju analiza počevši od računovodstvenih standarda koje koristi preduzeće, različitih računovodstvenih pravila, problema koji se odnose na prepoznavanje i mjerenje u finansijskim izveštajima, do problema transparentnosti i tačnosti podataka iz izvještaja.

Za svaku CRA postoji dodatni *rizik informacija* i *rizik izvještavanja*. U mjeri u kojoj agencija vjeruje da takav rizik postoji ona odlučuje da li će dodijeliti rejting ili revidirati već dodijeljen rejting. Zbog takvih vrsta rizika one se najčešće oslanjaju na finansijske izvještaje koji su podvrgnutireviziji. Sve dodatne informacije koje CRA naknadno dobija od menadžmenta (kvartalni finansijski izveštaji, projekcije, razne analize i scenarija) podliježu procjeni pouzdanosti podataka i uključuju se u proces analize po procjenikreditne rejting agencije.

CRAs često izražavaju zabrinutost vezanu za finansijske izveštaje jer su oni sve teži za razumijevanje, a sve manje vjerodostojni i korisni analitičarima i investitorima, zbog čega se sve češće dešava da visoko rangirane firme dožive bankrotstvo. Zbog toga su CRAs, pored oslanjanja na revidirane finansijske izvještaje, uvele u svoj analitički proces i obavezno *prilagođavanje inicijalnih podataka* svojih klijenata. Namjera takvih brojnih kvantitativnih prilagođavanja je da ih dovedu do veće usklađenosti parametara i obezbijede uporedivost i tačnost informacija kao i formiranje realnijih rejting ocjena kompanija. Naravno, nije sasvim moguće da se u potpunosti izmjene finansijski izvještaji ali se stvaranjem analitičkih prilagođavanja poboljšavaju analitičke relevantnosti i dosljednosti finansijskih odnosa koje se koriste u analizi CRAs.

Pri svojim analizama CRAs koriste više pokazatelja od kojih su nezaobilazni:

Tabela 1. Prikaz ključnih koeficijenata koje koristi rejting agencija (na primjeru S&P)

Koeficijenti	Formula
Operativni prihod pre depresijacije	Operativni prihod prije depresijacije i amortizacije / prihodi i amortizacija na prihode
EBIT pokriće kamate	EBIT / kamata
FFO pokriće kamate	EBITDA / kamata
FFO pokriće kamate	(FFO + plaćena kamata - operativni lizing

	prilagođavanja amortizacije) / kamata *
Prinos na kapital	EBIT / prosjek kapitala na početku g. + prosjek kapitala na rejting agencija u toku g.
FFO prema dugu	FFO / dug
FOCF prema dugu	FOCF / dug
Diskrecioni novčani tok prema dugu	Diskrecioni novčani tok / dug
Neto novčani tok za kapitalne izdatke (CAPEX)	Neto gotovinski tok / CAPEX
Dug prema EBITDA	Dug / EBITDA
Dug prema dugu, plus kapital	Dug / (dug + kapital)
*Brojilac odražava FFO pre plaćene kamate; imenilac odražava rashode kamata	

Kvalitativna analiza obuhvata određivanje kvalitativne vrijednosti preduzeća i obuhvata reviziju sposobnosti menadžerskih odluka, kvaliteta menadžmenta, proizvodne inovacije, tržišne konkurencije (položaj u grani), tržišnog položaja emitenta, strategije razvoja emitenta, strategije finansiranja i sl. Kvalitativna analiza često može dati prve smjernice daljeg pravca razvoja rejtingovanog klijenta i mogućnosti promjene njegove rejting pozicije u odnosu na rejting ocjenu koja mu je dodjeljena.

Posebno je za CRAs sve značajnija metodologija vršenja *analize oporavka* korporativnog klijenta. Metodologija koja se primjenjuje kod određivanja rejtinga oporavka korporativnog klijenta, takođe, počinje analizom poslovnog i finansijskog rizika. Zatim se vrše simulacije scenarija default-a tako što se vrši analiza likvidnosti i analiza vrijednosti kompanije (knjigovodstvena vrijednost uz uključenje tržišnih multiplikatora). Na osnovu takvih analiza formira se vrijednost oporavka na koju djeluju: struktura kapitala, prioritetne obaveze i uslovi kreditiranja sa jedne strane kao i obezbjeđenja, preuzete obaveze i pravni režim. Poslije utvrđivanje vrijednosti oporavka CRAs vrše distribuciju vrijednosti oporavka i dodjeljuju rejtinge oporavka.

Metodologija rejting ocjenjivanja obuhvata: (a) kvantitativnu metodologija rejting ocjenjivanja i (b) kvalitativnu metodologija rejting ocjenjivanja.

2. KVANTITATIVNA METODOLOGIJA REJTING OCJENJIVANJA

Analitička metodologija donošenja rejting ocjena CRAs zasnovana je prije svega na kvantitativnoj analizi, odnosno utvrđivanju ključnih racionih pokazatelja poslovanja za svako pravno lice u odnosu na njegovu djelatnost i industriju u kojoj posluje. Racija koja se formiraju predstavljaju važnu analitičku determinantu jer daju kompletan pogled na kompaniju: gdje je kompanija sada, gdje je ona bila i gdje će biti u narednom periodu. Kvantitativnom analizom CRA za svaku kompaniju vrši ocjenu njenog kreditnog boniteta na osnovu utvrđivanja njenog finansijskog, imovinskog ili prinostnog položaja, što predstavlja osnov utvrđivanja njenog rejting nivoa. Razvojem finansijskog tržišta od CRAs se u pogledu metodologije očekuje još veća sposobnost korištenja kvantitativnih modela i sve više razvijanje modela rizika poslovanja, jer je jedini način da se učesnici finansijskog tržišta zaštite od nepredviđenih događaja da se on izmjeri i kvantifikuje. Sposobnost rizika da podliježe kvantifikaciji omogućio je razvoj jednog od značajnih instrumenata kvantitativne analize koju primenjuju CRAs a obuhvata analizu poslovnog, finansijskog i ukupnog leverage-a.

Mehanizam dejstva poslovnog leveridža se najbolje predstavlja kroz analizu prelom-

ne tačke rentabiliteta (tačka na kojoj je ukupan prihod jednak ukupnim troškovima, odnosno ostvaruje se nulti rezultat). U cilju utvrđivanja prelomne tačke svi troškovi dijele se u dvije grupe: fiksni (konstantni, koji se ne mijenjaju promjenom obima aktivnosti) i varijabilni troškovi (promjenjivi sa stepenom pada ili povećanja poslovne aktivnosti). Što je veće učešće fiksnih troškova u strukturi, veći je poslovni rizik pa samim tim i takva firma poslovno rizičnija. I poslovni i finansijski leveridž se odražavaju na stopu prinosa sopstvena sredstva - poslovni leveridž određuje procentualno povećanje poslovnog dobiti prema procentualnom povećanju obima prodaje, dok se finansijski leveridž determiniše kao procentualno povećanje neto dobiti prema procentualnom povećanju poslovne dobiti.

Od izuzetnog značaja za formiranje rejting ocjene predstavlja dodjeljivanje odgovarajuće vrijednosti sredstvima (imovini) kompanije kao ključ analize rejting analitičara, jer praktično leveridž nema nikakvog smisla ukoliko je vrijednost imovine preduzeća materijalno podcijenjena.

Kreditna analiza dužničkih finansijskih instrumenata mora odrediti vrijednost firme kada kasni u ispunjenju obaveza. Vrijednost firme koja kasni u ispunjenju obaveza zavisi od razloga koji su doveli do neispunjenja obaveza jer to određuje da li će firma biti restituirana ili prodana za gotovinu i ugašena.

Vrijednost preduzeća predstavlja vrijednost njegovog tekućeg poslovanja i može se smatrati cijenom preuzimanja jer uzima u obzir dugove kompanije i sve novčane pozicije. Tržišna vrijednost imovine preduzeća ili nezavisne procjene imovine mogu da ponude i dodatne uvide rejting analitičaru uz napomenu da tržište vrijednosnih papira može biti vrlo nestabilno pod dejstvom alternativnih mogućnosti investiranja.

Pokazatelje tržišne vrijednosti kompanije predstavljaju:

- Neto dobit po dionici - earnings per share (EPS earnings per share) –koji mjeri uspješnost poslovanja preduzeća i veoma je značajan indikator u investicionoj analizi za potencijalne investitore izračunava se kao relativni odnos neto dobiti ostvarenog u toku poslovne godine i broja emitovanih običnih dionica u rukama vlasnika,

- Odnos tržišne cijene dionice i dobiti po dionici (P/E) Odnos tržišne cijene po dionici i neto dobiti po dionici (Priceearnings ratio, P/E), važan indikator za buduće ulagače kapitala, dobija se stavljanjem u odnos tržišne cijene i neto dobiti po dionici. Ukoliko je veći P/E to ukazuje na budući rast neto dobiti što znači da dioničari imaju povjerenje u preduzeće i velika očekivanja od ovog preduzeća. Tržišna vrijednost dionica se može dobiti prostim množenjem vrijednosti ovog pokazatelja i dobiti po dionici,

- Pokazatelj plaćanja dividende (Dividend payout ratio) predstavlja dio politike raspodjele preduzeća. Preduzeća koja se ubrzano razvijaju najčešće cijelu dobit usmjeravaju u preduzeće dok neka značajan dio dobiti dijele dioničarima u vidu. Podjela dividendi je diskreciono pravo izdavaoca i često je na posljednjem mjestu ukoliko kompanije ne može da izvrši svoje preuzete obaveze i ide u likvidaciju ili stečaja.

- Knjigovodstvena vrijednost po dionici (Book value per share), P/S rasio (prosječna vrijednost dionica preduzeća / prihod od prodaje po dionici) koji govori koliko investitor sredstava ulaže da bi dobio jedinicu prihoda od prodaje.¹

Za rejting analitičara izveštaj o *tokovima gotovine* je važan predmet analize (može se slobodno reći najkritičniji aspekt analize kreditnog rejtinga, sa procentualno najvećim

¹ Standard and Poor's CRA (2008), Corporate ratings criteria, Standard and Poor's, NewYork.

učešćem u donošenju rejting ocjene u odnosu na ostale pokazatelje, iz razloga što je tok novca praktično indikator „zdravlja“ i perspektive preduzeća, koji se fokusira na razumijevanje i predviđanje kako se gotovina generiše i troši u poslovanju.

Za entitet koji se ocjenjuje je najbitnije utvrditi koliko je *finansijski fleksibilno*, odnosno koliko može da odgovori potrebama za gotovinom, a da se pretjerano ne oslanja na pozajmice. Zbog toga dio finansijske fleksibilnosti predstavlja likvidnost koja se definiše kao kratkoročni aspekt posmatranja novčanih tokova preduzeća i sposobnost kompanije da u kratkom roku pretvori svoju aktivu u gotovinu za pokriće plaćanja dospelih obaveza.

Procjena likvidnosti preduzeća prati se i procjenom apsolutne razlike između obrtnih sredstava i kratkoročnih obaveza odnosno neto obrtnih sredstava. Rezultat je zadovoljavajući ako je iznos razlike ima tendenciju porasta kroz više posmatranih obračunskih perioda. Negativna neto obrtna sredstva u asolutnom iznosu govore o tome da preduzeće dio kratkoročnih obaveza pokriva izdugoročnih sredstava što se ne može na dugi rok smatrati opravdanim, jer ugrožava likvidnost.

Za analitičara CRAs tumačenje odnosa ne može biti uvijek jednostavno, zbog čega on mora biti jako pažljiv pri donošenju zaključaka. Često preduzeća koja doživljavaju jak privredni rast mogu iskazati negativan novčani tok zbog velikih investicija, dok preduzeća niske stope rasta iskazuju veoma pozitivan novčani tok. Praktično korelacija između kreditnog i trenutnog nivoa novčanog toka nije jednostavna.

Jedan od kvantitativnih metoda koji koriste CRAs predstavlja i *predviđanje vjerovatnoće bankrotstva* jer one u svojoj misiji sprječavanja iznenađenja u kašnjenju i standardizovanju očekivanih gubitaka u slučaju kašnjenja moraju biti eksperti i u pokrivanju bankrotstva i ne samo da su korisnici takvih modela predviđanja bankrotstva već ih i objavljuju. Pripreme za otpočinjanje predviđanja bankrotstva čini praćenje sklonosti rukovodstva da preduzme korektivnu intervenciju kada se suoče sa pogoršavanjem svog rejtinga. CRAs procijenjuju da li firme sa dobrim učinkom mogu da izbjegnu svoja dospijeca kao i sposobnost i spremnost firme da riješi svoje probleme sa kreditorima ili će se opredijeliti da podnese zahtjev za postupak stečaja i bankrotstva. Ono što preduzeće sa problemima poslovanja može da preduzme je da može pristupiti i restrukturiranju svog preduzeća, što CRA mora uzeti u obzir.

Za firme koje su daleko od bankrotstva, CRA koristi stopu naplate potraživanja zasnovanu na zapažanjima iz ranijih perioda poslovanja, jer smatraju da je mogući tok budućih događaja koji vode u bankrotstvo, ipak, udaljen. Za firme koje su bliže bankrotstva CRA provodi dvostruku analizu firme. Ona određuje jasan očekivani tok neispunjenja obaveza u budućnosti i preduzeće se procjenjuje dvostruko i kroz dobro poslovanje (kroz potencijalnu reorganizaciju firme i njeno oživljavanje) i kroz moguću likvidaciju. U oba slučaja je ključna procjena vrijednosti firme kao potencijal za namirenje potraživanja koja uključuju, pored dugova, i poreze, zarade zaposlenih, zakupe, itd - sve ostale neizvršene obaveze za koje je firma zadužena. Vjerovatnoća bankrotstva preduzeća raste eksponencijalno kako se kreće od najvišeg ka najnižem kreditnom rejtingu. Za predviđanje vjerovatnoće bankrotstva emitenta, rejting agencija, može koristiti pokazatelj finansijske nesigurnosti (Financial distress ratios) *Altmanov Z-score model*.²

² Altmanov Z-score model se prikazuje kroz pet finansijskih odnosa:

- odnos obrtnog kapitala i ukupnih sredstava (x1)
- odnos akumulirane zadržane zarade i ukupnih sredstava (x2)
- odnos zarade pre odbitka kamata i poreza i ukupnih sredstava (x3)
- odnos tržišne vrijednosti kapitala i ukupnih obaveza (x4) i

Bez obzira na tok budućih događaja koji preovlada, rejting analitičari vrše procjenu vrijednosti firme prema potraživanjima. Da bi se izvršila rangiranja potraživanja rejting analitičari moraju uraditi detaljnu analizu dužničke dokumentacije. Kreditna analiza obavezno mora uključiti i procjenu kvaliteta i solventnosti zaloge, tako što se procjenjuje u kom stepenu će biti moguće naplatiti datu zalogu.

Potraživanja uključuju dugovanje, poreze, plate, vrijednosne papire javnog sektora, zakupe (ugovore o korištenju imovine za rentu), penzije, kredite za kupovinu roba i usluga, garancije, i posredovanje u zaštiti okoline. Potraživanja se rangiraju prema prioritetu kao: privilegovani povjerioci, osigurani povjerioci, neosigurani povjerioci, podređeni povjerioci i tek na kraju dioničari. Tokom procedure bankrotstva kreditori se praktično svrstavaju u klase i tako nastaje prioritarno rangiranje povjerioca. Najvažnije razmatranje kreditnog rizika dužničkih finansijskih instrumenata je određivanje po prioritarnom rangiranju. Prioritetno rangiranje povjerilaca nastaje od svrstavanja kreditora u klase tokom procedure bankrotstva da bi se odredio redosljed naplate potraživanja. Redoslijed nekih povjerilaca može biti sporazumno dogovoren, uz zamjenu za plaćanje veće kamate na njihov dug. Kako se koji nivo povjerilaca namiri tako se ostatak novca prelijeva za naplatu povjerioca nižeg ranga sve dok novac postoji. Ukoliko bi došlo do likvidacije preduzeća, kada se podmiri svi poverioci, običnim dioničarima ostaju dionice u vrijednosti knjigovodstvene vrijednosti po dionici (sopstveni dionički kapital / broj emitovanih običnih dionica) jer predstavlja stvarni iznos koji će primiti obični dioničari firme ako dođe do njene likvidacije. Ako se zanemare troškovi postupka stečaja ovaj iznos bi mogao da predstavlja minimalnu vrijednost po dionici.

CRA sve vrijeme mora razumjeti kako se povjerioci tretiraju u određenom sistemu i koliki uticaj oni mogu imati u procesu vođenja firme koja ulazi u finansijske teškoće, nesolventnost i bankrotstvo. Zbog ovakvih projekcija sve je više prisutno od strane CRA objavljivanje rejtinga oporavka u smislu moguće naplate potraživanja za firme za koje je procenjeno da posluju sa kreditnim rizikom. Dug koji ima bolju perspektivu od prosječne u slučaju kašnjenja u ispunjenju obaveza CRA označavaju prema gore i vrše rejting oporavka. Javno objavljivanje rejtinga naplate potraživanja od strane rejting agencija uslovalo je zainteresovanost investitora za moguća materijalna očekivanja (korist) kod naplate potraživanja. Takvo očekivanje nalazi uporište u postojećem obezbjeđenju duga, mada to često i nije realno očekivanje.

3. KVALITATIVNA METODOLOGIJA REJTING OCJENJIVANJA

U kvalitativnom smislu CRA prije svega, vrše analizu karakteristika industrije u okviru koje emitent posluje kroz posmatranje svih poslovnih mogućnosti i rizika. Za *konkurentsko pozicioniranje* se može reći da čini osnovu poslovne analize rizika, jer razlike u konkurentskoj poziciji mogu da opravdaju značajne razlike u kreditnoj sposobnosti između preduzeća iste industrijske grane. CRA zastupaju različita mišljenja po pitanju položaja preduzeća i rizika poslovanja sa njima kao i mišljenje da slaba konkurentska pozicija i u najpovoljnijem industrijskom okruženju ne može dati kao rezultat čvrstu kreditnu sposobnost.

Kritični faktori rejtinga su upravo održivost i trend konkurentne pozicije, tako da

-
- odnos prihoda od prodaje i ukupnih sredstava (x5)

$$Z\text{-score} = 0,012x_1 + 0,014x_2 + 0,033x_3 + 0,006x_4 + 0,999x_5$$

Na osnovu ponderisanog zbira prosuđuje se o finansijskom stanju preduzeća, tako što veći zbir označava veću finansijsku stabilnost preduzeća.

CRAAs moraju šire posmatrano razmatriti: pozicioniranje proizvoda (kvalitet, cijena i ugled brenda), tržišno učešće kompanije kao odnos njegovih ukupnih rezultata (prometa) i ukupnog rezultata industrijske grane u kojoj obavlja svoju djelatnost, tržište dionica, bazu klijenata, geografsku pokrivenost, distributivne sposobnosti preduzeća, njegove odnose sa potrošačima, tehnološku, proizvodnu i kapitalnu sposobnost, sve komparativne prednosti i nedostatke kompanije u odnosu na konkurentne kompanije u okviru grane djelatnosti kojoj pripada.

Ona preduzeća koja su najbolje pozicionirana da iskoriste prednosti ključnih industrijskih karakteristika ili mogu da efikasnije ublaže poslovne rizike posjeduju veću konkurentsku prednost. Na konkurentsku poziciju preduzeća utiče bitno veličina preduzeća jer pruža dovoljnu mjeru diversifikacije i mogućnosti smanjenja troškova (vođenja ekonomije obima u kupovini, proizvodnji i distribuciji) i ujedno ima bolje karakteristike tokova gotovine. Mala i srednja preduzeća mogu da posluju na zadovoljavajući način pod uslovom da su sposobna da naprave odbrambene tržišne pozicije u određenim segmentima industrije. Ona preduzeća koja imaju visoku sklonost da previše prošire svoje kapacitete u periodu svog razvoja CRAAs ocjenjuju da su iznad prosjeka finansijskog rizika jer su im često finansijske potrebe značajne i duge. Preduzeća koja su sklonija cikličnosti u biznisu pod dejstvom promjene tražnje, ostvarivanja kapaciteta CRAAs rangiraju niže od necikličnih preduzeća. Da bi rejting preduzeća koje prolaze ciklus bio stabilan, ona moraju biti dosljedna u poslovnoj strategiji i finansijskoj politici.

Za globalne industrije samo veliki, troškovno efikasni učesnici na tržištu sa ogromnim istraživanjem i distribucijom su u mogućnosti da održe i/ili pojačaju svoje poslovne pozicije i profitabilnost. Preduzeća koja posluju u lokalnim industrijama mogu da profitiraju samo ukoliko imaju dobru i privilegovanu lokalnu poziciju. Za CRAAs preduzeća koja posluju na globalnom tržištu i manje su zavisna od svojih nacionalnih tržišta manje su izloženi riziku i dobijaju više rejtinge. Osim toga, konkurentne pozicije preduzeća biće nestabilnije na tržištu sa perspektivom brzog rasta u kojima preduzeća mogu imati jake kratkoročne pozitivne efekte ali je njima teško upravljati u dužem periodu. Iz tih razloga procjena agencija ide u pravcu visoke rizičnosti preduzeća sa brzim rastom i visoko ambicioznim ciljevima dok zrelo tržište ma koliko bilo manje privlačno sa aspekta zarade daje stabilniju ocjenu i pruža veću zaštitu investitorima. Često se zaključuje da rejting agencije favorizuju solidan položaj preduzeća u zreloj industriji, jer donosi predvidljiv prihod i zarade i mogućnost da preduzeće svojim kapacitetom servisira svoje dugove u dužem vremenom periodu.

Pri *analizi strategije razvoja* emitenta CRA i trebalo da upoređuje buduće planove i pretpostavke rukovodstva sa preduzećem istog ranga po njenoj procjeni.

Rejting analitičari vrše analizu strategije i taktike rasta i razvoja, stepen rizičnog poslovanja, trajnog i dugoročnog kapitala, finansijsku strategiju (finansijska strategija se shvata kao vještina upotrebe sredstava korištenja izvora finansiranja i raspodjele finansijskog rezultata radi postizanja ciljeva finansijske politike), strategiju stalne imovine, osnovnih sredstava, dugoročnih finansijskih plasmana, dugoročnih i kratkoročnih finansijskih obaveza, obaveza prema dobavljačima, obrtne imovine (zaliha, potraživanja od kupaca, gotovine), pozicije na tržištu, dividende i sl. Ukoliko je u pitanju pretjerano optimistička projekcija oni ukazuju na loše planiranje internih sposobnosti preduzeća ili dovoljno ne shvatanje izazova sa kojima se može suočiti na tržištu, dok je drugo preduzeće istog ranga to već shvatilo. Način na koji su strategija, planovi i politika provedeni, pomaže rejting agenciji u određivanju dosljednosti i kredibiliteta rukovodstva.

Polaznu tačku za CRA i analizu strategije razvoja emitenta čini *utvrđivanje vlasničke*

strukture (da li je to vlada, porodica, holding kompanija ili strateški povezani biznis), jer takva činjenica može imati značajne implikacije za poslovni i finansijski aspekt njegovog rangiranja.

Ukoliko je korporacija, recimo, u porodičnom vlasništvu više porodica dioničara često dolazi do neslaganja sa strategijom razvoja, po pitanju izbora rukovodstva, njegove samostalnosti i slično, ali može imati i određene prednosti u smislu pridržavanja dugoročnih strateških ciljeva. Ukoliko je vlasnik kompanije privatna firma za rejting agenciju je od bitnog značaja utvrditi izlaznu strategiju za vlasnike, da li strategija razvoja te firme ide ka organskom rastu ili je ta firma samo jedan izvor gotovih sredstava bez neke konkretne strategije formirana sa kratkoročnim ciljem. Postojanje više od jednog vlasnika identičnih upravljačkih prava stvara mogućnosti njihovog sukoba oko kontrole preduzeća i načina na koji će formirati svoju strategiju razvoja i voditi svoje poslove. U tom smislu čak i manjinski dioničari mogu imati suprotne interese u zavisnosti koje vrste dionica posjeduju. Dovoljno je da se firma loše odnosi prema jednoj grupi dioničara pa da takvo ponašanje prenese i na druge dioničare i povjerioce. Odnosi između organizacionih struktura, vlasničkih struktura i strategija menadžmenta moraju biti jasni. Menadžment nikako ne smije praviti izbor kratkoročnih ciljeva i stabilnosti na štetu dugoročne strategije i stabilnosti. Preduzeće čiji je vlasnik jača matična kompanija često mora pratiti njenu strategiju razvoja i da joj se prilagođava i po cijenu neprofitabilnog poslovanja.

Formirajući strategiju rasta menadžeri često vide rast kompanije kao veličinu koja mora biti maksimizirana jer porast firme uvećava njeno tržišno učešće i dobitak. Međutim, danas maksimizacija rasta nije uvijek pozitivna strategija i često može voditi u bankrot. Sa druge strane, kompanije koje rastu isuviše sporo, postaće kandidati za preuzimanje ("take-over target"). CRA mora sagledati sve strategije rasta i na osnovu izabrane strategije rasta kompanijskog menadžmenta, stepena sprovođenja strateških odluka, dati rejting ocjenu i formirati mišljenje o daljem pravcu rasta i razvoja kompanije koje predstavlja sastavni dio rejting mišljenja, odnosno rejting ocjene. Ujedno, izabrana strategija razvoja kompanije CRAs može ukazati na moguća očekivanja u smislu promjene rejtinga u perspektivi. Pri formiranju strategije rasta preduzeća menadžment mora poći od:

- *FFOR (SWOT, TOWS) analize*, kao analize sadašnje pozicije sa procjenom mogućnosti buduće pozicije, i
- Izbora strategija održivog, ubrzanog ili usporenog rasta.

Stopa uravnoteženog rasta podrazumijeva onu stopu rasta pri kojoj se ne narušava finansijska fleksibilnost kompanije. Strategija ubrzanog rasta podrazumijeva rast kompanije rapidno i ubrzano, iznad održivog rasta (najčešće mlade kompanije). Strategija usporenog rasta podrazumijeva strategiju niskog rasta (too little growth) ispod održivog rasta.

Iz činjenice da strategija, odluke, politika rukovodstva utiče na sve aspekte aktivnosti preduzeća proizilazi da *procjena kvaliteta menadžmenta* čini za CRAs osnovu za utvrđivanje profila rizika poslovanja i finansijskog rizika. Rejting analitičar treba pokušati da procjeni nadležnost rukovodstva i njegovu ulogu u utvrđivanju strateškog i operativnog uspjeha kompanije. Svaka industrija i preduzeće imaju svoje specifičnosti, rizike, probleme i izazove sa kojima rukovodstvo mora konstantno da se bavi. Potrebno je sagledati ulogu uprave, ulogu višeg menadžmenta, ocijeniti organizacionu strukturu, ocijeniti način regulisanja konflikta interesa, koje alate koristi menadžment, kako obezbjeđuje potreban kapital za svoje funkcionisanje kako se bori sa promjenama u okruženju koje mogu nastati. Da bi rejting

ocjena bila realnog nivoa menadžment preduzeća treba posmatrati u kontekstu onoga šta on zapravo stvarno uradi a da to ima smisla za entitet. Analitičar CRA mora uzeti u obzir realne izbore koji su na raspolaganju menadžmentu. Ukoliko preduzeće funkcioniše sa dobrim poslovanjem na način na koji ga rukovodstvo predvodi dobar rejting je prirodni rezultat. Kvalitet upravljanja ne može prevazići slabe poslovne ili finansijske profile rizika, ali može doprinjeti zaštiti već snažne poslovne aktivnosti. Ocjena analitičara CRAs kvaliteta menadžmenta obuhvata:realnosti strategije korporativnog upravljanja i projekcije rukovodstva, procjenu mogućnosti menadžmenta da realizuje i provodi postavljene planove i strategije razvoja, operativne i finansijske izvještaje i politike menadžmenta, pridržavanja i rad po zakonskim propisima menadžmenta,transparentnosti i istinitosti finansijskog izvještavanja menadžmenta, uspješnosti menadžmenta u povećanju prihoda i zarada, kredibilitet menadžmenta u pogledu menadžerskih sposobnosti rukovodstva, spremnost menadžmenta da preuzmu poslovni i finansijski rizik donijetih odluka, generalni utisak koji menadžment ostavlja u svom radu, ugled rukovodstva preduzeća u industriji, učestalost promjene menadžmenta i sl.

Procjena upravljanja menadžmenta kao dio kreditne analize pokriva širok spektar tema i u odnosu na to kako je preduzeće rukovođeno, kakvi su odnosi rukovodstva i dioničara, povjerioca, klijenata i drugih učesnika i kako rukovodstvo svoje unutrašnje procedure i politike i prakse kreira da bi ublažilo moguće rizike poslovanja.

CRA „Moody`s, na primjer, kvalitet investicionog menadžera definiše na sljedeći način:

- MQ1- investicioni menadžer pokazuje odlične karakteristike upravljanja,
- MQ2-investicioni menadžer pokazuje vrlo dobre karakteristike upravljanja,
- MQ3- investicioni menadžer pokazuje dobre karakteristike upravljanja,
- MQ4- investicioni menadžer pokazuje odgovarajuće karakteristike upravljanja, i
- MQ5- investicioni menadžer pokazuje slabe karakteristike upravljanja³

CRAs moraju dati veliki značaj filozofijama upravljanja kao i politikama koje menadžment provodi u odnosu na finansijski rizik, njihov konzervativni ili agresivni pristup, sofisticiranost i konzistentnost sa poslovnim ciljevima. Politike upravljanja se razlikuju između preduzeća u zavisnosti od preferencija menadžmenta i njihovih poslovnih zahtjeva, a ciljevi preduzeća u odnosu na kreditni rejting treba da budu u skladu sa izjednačavanjem različitih interesa nosioca prava preduzeća kao što su: dioničara, povjerioca, kupaca, zaposlenih. Sofisticirani poslovni menadžeri vode politike usmjerene na različite finansijske mjere i priznaju međusobno dejstvo poslovnih i finansijskih rizika. Finansijska politika treba biti u skladu sa potrebama preduzeća a ne ograničena u strahu od rizika. Menadžment se ne smije odreći atraktivne poslovne mogućnosti samo zato da bi menadžment izbegao finansijski rizik jer to bi značilo donošenje loše strateške odluke zbog dostizanja najvećeg rejtinga, koja bi lišila vlasnike potencijalno veće vrijednosti za njihove investicije. Analitičar rejting agencije u ovakvim slučajevima mora biti jako obazriv prema „konzervativnoj finansijskoj filozofiji“ menadžmenta. Za rejting agenciju je bitno i da sagleda i da li postoji značajno oslanjanje na pojedinca naročito onog koji je blizu penzije, da li tranzicija ka profesionalnom menadžmentu tek treba biti ostvarena, da li postoji ogroman preokret menadžmenta, stalna njihova promjena, nepostojanost i nekonzistentnost, da li je organizaciona i pravna struktura

³ Mrvić, T., Rička, Ž., Kreditne rejting agencije, kreatori finansijskih tržišta. Ekonomski fakultet Univerziteta u Sarajevu, Sarajevo, 2015, str. 135.

previše složena, da lirkovodstvo primjenjuje računovodstvene standarde, da li se resursi preduzeća koriste u lične svrhe, da li je adekvatan nadzor integriteta finansijskih podataka.

4. KONAČNI REJTING OCJENE KREDITNIH REJTING AGENCIJA

Poslije izvršenih detaljnih kvantitativnih i kvalitativnih analiza CRA može pristupiti donošenju konačne rejting ocjene i formirati kategorizaciju klijenta prema kvalitetu poslovanja i utvrđenim standardizovanim simbolima nivoa stepena rizika ulaganja za investitore. CRAs dobijaju kreditne rejtinge na osnovu kreditne analize *sistemom bodovanja* rizika od kašnjenja ispunjenja obaveza, poslovnog rizika, finansijskog rizika do određivanja finalnog kreditnog bodovanja i upisivanja u rejting skale.

Njihovi analitičari vrše bodovanje na sljedeći način:

- Rejting analitičar prvo pristupa vršenju kreditnog bodovanja kašnjenja u ispunjavanju obaveza i formira tabelu na osnovu bodovanja od veoma niskog do veoma visokog rizika (default risk score) u više nivoa (kategorija);
- Rejting analitičar CRA, zatim, posebno boduje poslovni rizik (od veoma niskog do veoma visokog rizika) i finansijski rizik (od veoma konzervativnog do veoma agresivnog) u rang od 1 do 10;
- Nakon svih analiza i sagledavanja, na kraju izvršenog bodovanja, rejting analitičar kombinuje sve dobijene poene i bodove i kreira konačni rejting kompanije izražen u različitim skalama u zavisnosti od rejting agencije;
- Konačnu ocjenu o kreditnom rejtingu CRA donosi na Rejting komitetu.

Svaka CRAs ima svoj način stepenovanja i bodovanja kompanija poslije izvršene analize na osnovu sopstvenih metodologija i modela, kao i obilježavanja izabranim simbolima na svojoj rejting skali. Tzv. „Skale kreditnog rejtinga“, odnose se na dugoročne i kratkoročne kreditne rejtinge imaju karakter investicionog i špekulativnog stepena i označavaju se rednim brojevima, slovima, različitim dodatnim matematičkim simbolima, naznakama koje ukazuju na buduća rejting očekivanja, obilježavaju traženost rejtinga i slično.

Nivoi rejtinga su kao „različiti nivoi na piramidi činjenica i razmišljanja“ u odnosu na izvršavanje obaveza, podložnosti djelovanja sa tržišta, na emitente i njihove emisije vrijednosnih papira i jako su važni za standardizovanje vjerovatnoće kašnjenja. Svi elementi u kvantitativnim i kvalitativnim analizama trebalo bi da prate jedne druge stvarajući stabilnu strukturu. Svi pokretači promjene rejtinga igraju značajnu ulogu u kretanju rejtinga – njegovo poboljšanje ili pogoršanje.

5. UPOREDNA ANALIZA REJTING OCJENA KREDITNIH REJTING AGENCIJA

Mada izgleda da su ocjene rejtinga slične, svaka CRA ima sopstveni način za određivanje rejtinga i rizika, sopstveni pristup standardizaciji i njihovom sumiranju kroz rejting. Svaka od njih zadržava svoj sopstveni set rejting sistema, a u okviru svojih sistema, najveći broj pravi razliku između rejtinga emitenta i rejtinga instrumenta. Kumulativni efekat većine malih razlika između CRAs čine da svaka njihova skala bude sasvim posebna.

U svom sopstvenom sistemu simbola neke CRA koriste slova, druge brojeve, mnoge koriste obe vrste simbola za rangiranje rizika neizvršavanja finansijskih obaveza u rasponu od izuzetno sigurnog do visoko špekulativnog, a nekeradi finije gradacije rejtinga i lakšeg

uočavanja razlike među emitentima dodaju svojim rejtinzima i simbole »plus« ili »minus«.

Zbog korištenja različitih pokazatelja i skala, različite procjenevjerovatnoće kašnjenja, čak i različitog tumačenja rejting ocjena CRAs korisnici rejtinga traže višestruke rejtinge dvije i više rejting agencija. Većina emisija ima rejtinge više od jedne rejting agencije, što vodi višestrukom rejtingovanju jedne iste emisije ili emitenta.

Samim tim, što rejting vrijednosnih papira često nema istu vjerovatnoću kašnjenja za sve CRAs, možemo reći da su rejtinzi vrlo relativni i nisu mjera apsolutnog rizika. Emitenti ili emisije koje nose isti rejting su slični ali nisu identičnog kvaliteta, ipak se može reći da samo u određenom manjem broju slučajeva razdvojeni rejtinzi predstavljaju dublje razlike u mišljenju. Rejtinzi rangiraju standarde kašnjenja prema osobinama agencije koja izrađuje rejting. Kod CRAs sve skale imaju neke ključne prelomne tačke i svaka rejting agencija na sopstveni način određuje rizik.⁴

Tabela 2. Maksimalno rangiranje dužničkih obaveza kao funkcija korporativnog kreditnog rejtinga

Agencija kreditnog rejtinga	Nivo kreditnog rejtinga	Maksimum rangiranja na gore	Maksimum rangiranja na dole
Standard & Poor's	≥BBB- (investicioni stepen)	2	-1
	≤BB+ (spekulativni stepen)	3	-2
Fitch	≥BBB- (investicioni stepen)	2	-2
	≤BB+ (spekulativni stepen)	3	-3
Moody's	≥ Caa1	3	-3
	≤ Caa2	4	-4

Izvor: Standard & Poor's 2008, Corporate Ratings Criteria 1-128, str. 4.

6. REVIDIRANJE I PROMJENA REJTING OCJENA KREDITNIH REJTING AGENCIJA

Jednu od faza u procesu donošenja rejting ocjena ali i zakonsku obavezu za CRA predstavlja stalno praćenje i kontrola već dodijeljenih rejting ocjena. Praktično, ovakav pristup ima izuzetan značaj i za emitente i investitore pa i za same CRAs, jer predstavlja aktivan odnos prema svim učesnicima za bilo kakvu promjenu u poslovanju, okruženju, tržištu i čime se na vrijeme upućuje na promjene investicionih odluka.

Investitorima su potrebne tekuće informacije o poslovanju emitenta i u njihovom interesu je da CRAs otkriju moguću tendenciju promjene rejtinga čime bi kao korisnici rejtinga dobili pravovremene informacije na osnovu kojih, eventualno, mogu promijeniti svoje investicione odluke. Istovremeno, emitentima je bitno da u svakom trenutku znaju svoju poziciju radi preduzimanja značajnih poteza i strategija vezanih za svoje dalje poslovanje. Revidiranje rejtinga „Moody`s“ uvela je, tek 1985. g., „Standard & Poor`s“ uvela je kreditno praćenje zbog mogućeg povećanja ili smanjenja rejtinga 1981.g., a procjene izgleda rejtinga za budućnost 1986.g. sa ciljem održavanja dugoročne stabilnosti rejtinga. „S&P“ postavlja emitenta na kreditno praćenje zbog mogućeg povećanja ili smanjenja rejtinga, dok Moody`s

⁴ Langohr H, Langohr P, 2009, The rating agencies and their credit ratings: What they are, how they work and why they are relevant, Wiley finance, New Jersey.

koristi izgleda rejtinga u budućnosti koje prati radi postizanja različitog miksa tačnosti i stabilnosti u odnosu na postojeći rejting.⁵

Nadzor finansijskog stanja izdavaoca je ključni aspekt rada CRAs jer je kreditna sposobnost emitenata dinamična kategorija i samim tim sklona stalnim promjenama (strategije preduzeća se uvijek mogu promijeniti na dobro ili loše). Shodno tome, CRAs moraju da stave akcenat na kontinuirano praćenje izdavaoca i taj monitoring im omogućava da reaguju na događaje blagovremeno i daju odgovarajuće blagovremene „signale“ o emitentima na finansijskom tržištu.

Zbog toga, svi se rejtinzi kontinuirano prate, a rejting analitičari preduzimaju slijedeće korake: održavaju blizak kontakt sa emitentim, njihovim finansijskim direktorom kojima su izradili rejting, često prisustvuju tromjesečnim emitentovim prezentacijama rezultata, dogovaraju godišnje sjednice za revizije sa emitentom, organizuju periodične obavezne sastanake sa ključnim rukovodiocima emitenta na kojima razgovaraju o rejtinzima i vrše analize i održavaju ažurirane ocjene likvidnosti emitenata. Ovi potezi analitičara i sastanci koje održavaju daju mogućnost analitičarima da rasprave potencijalne problematične oblasti i da budu obaviješteni o svim promjenama u planovima emitenta.

Kako bi pomogli nadgledanje, odnosno sprovođenje navedenih koraka koje u tom pravcu provode rejting analitičari, od kompanija se zahtijeva da primarnog analitičara CRAs stave na mejling listu kako bi dobijali periodične i godišnje finansijske izvještaje i vijesti vezane za kompaniju. Kada primarni analitičar u periodičnom telefonskom kontaktu sa kompanijom razmotri sve tekuće performanse i dešavanja i uoči da se pokazatelji razlikuju od očekivanja, ili kada je planirana velika, nova, finansijska transakcija, prikladno je da organizuje novi sastanak sa menadžmentom. Takođe, emitenti se od rejting analitičara podstiču da diskutuju o transakcijama koje se tek obavljaju (akvizicije, novi izvori finansiranja) i o mogućim implikacijama tih transakcija na njihov postojeći rejting.

Da bi mogao da nadzire rejting za rejting analitičara je važno da ima mogućnost upoređivanja biznis strategija tako da može da sagleda finansijske planove tokom vremena i razumije kako i zašto su se promijenili. Ova aktivnost mu daje uvid u sposobnost menadžmenta za predviđanje i primjenu planova. Menadžment kompanije kod rejting analitičara stiče kredibilitet kada pokaže da je ponašanje kompanije u skladu sa njenim planovima i ciljevima. Kada se jednom zaradi, kredibilitet može pomoći u održavanju kontinuiteta određenog rejting nivoa zbog toga što se CRA može osloniti na, odnosno vjerovati mu da će uraditi ono što kaže u obnavljanju kreditne sposobnosti u momentu kada se suoči sa finansijski problemima ili važnim restrukturiranjem.

Dio procesa nadzora CRAs čini praćenje potencijalnog uticaja nastalih ili najavljenih promjena računovodstvenih standarda i drugih zakona koji utiču na informacije uključene u finansijske izvještaje. Računovodstvene promjene ne bi trebalo da imaju bilo kakav direktan uticaj na kreditni kvalitet osim ukoliko otkrivaju nove informacije o preduzeću. Računovodstvene promjene mogu prouzrokovati indirektno efekte kao što su pokretanje postupka finansijskih odšteta, regulatorne i poreske posljedice, nepovoljne tržišne reakcije u pogledu profitabilnosti, pa čak i u pogledu promjena poslovnog ponašanja.

Mada monitoring rejtinga ne znači neminovno promjenu rejtinga, on ipak često rezultira promjenom rejtinga za kompaniju, što označava dodjeljivanja novog rejtinga zbog čega je postupak isti kao i kada se radi rejting nove emisije. Zbog mogućnosti promjene rejtinga

⁵ Langohr.H. The rating agencies and their credit ratings, 2008.

pri donošenju rejting ocjena CRAs ocjenjuju perspektivu rejtinga kroz odredbe koje ukazuju u kom pravcu će promjena rejtinga kretati kao što su:⁶

- *pozitivni rejting* - koji znači da se, u budućnosti, rejting može podići,
- *negativni rejting*-koji znači da se, u budućnosti rejting može sniziti
- *stabilni rejting*- koji znači da se, u budućnosti, rejting vjerovatno neće mijenjati
- *rejting u razvoju*- koji znači da se, u budućnosti, rejting može podići ili sniziti

Zbog postojanja mogućnosti smanjivanja rejtinga i sprječavanja reakcija koje bi dovele do povećanja rizika ulaganja i smanjenja spredova zarada za investitore,CRAs troše mnogo više vremena na pronalaženje negativnih efekata u bilansima rejtingovanih kompanija nego pozitivnih i trude se da pri rangiranju stave akcenat na osnovne dugoročne snage kompanije i rizik likvidnosti kao i da obuhvate što više faktora koje su uticali na nastanak svjetske ekonomske krize u proteklom periodu.

7. UOČENE MANJKAVOSTI U POSTUPKU UTVRĐIVANJA REJTINGA

Istorijske neuspjehe kreditnog rejtinga koji su se, nesporno, dešavali, S&P, Moody's i Fitch koriste za analizu i unapređenje svojih metodologija rejtinga. Kao takav, kreditni rejting ostaje kontinuiran proces, proces koji se neprestano revidira i unapređuje, na osnovu najnovijih informacija i zavisno od globalnih političkih i ekonomskih uslova.

Uprkos tih praktičnih ograničenja koja postoje kod njihovih analitičkih metodologija, S&P, Moody's i Fitch su često bili kritikovani zbog i svog neuspjeha da djeluju blagovremeno na već postojeće krizne situacije. Njihova sposobnost da upozore na nastupajuće stresne događaje koji bi mogli da pogode kreditne rejtinge, takođe je pod upitnikom. Moguće je zaključiti da vjerovatnoća tačnosti procjena CRAs isključivo vezana za metodologiju koju primjenjuju.

Proces utvrđivanja rejting ocjena, kao i svaka druga metodologija, ukazuje na određene nedostatke koji, česti, izazivaju nezadovoljstvo klijenata i sumnju investitora u dosljednost CRAs u primjeni propisane metodologije. Mada je metodologija rejting ocjena suvereno pravo svake CRAs one se ipak razlikuju a mjera njihove pouzdanosti dokazuje se, ex post, tek nakon eventualnih pojedinačnih značajnijih manifestacija poremećaja u poslovanju klijenata. Svakao ovakvo odstupanje narušava povjerenje u pouzdanost pojedinačnih CRAs. Iz ovih razloga, metodologija utvrđivanja rejting ocjena pod nadzorom je regulatornih tijela nadležnih za rejting industriju. Uočeno je, međutim, da se, od strane regulatornih tijela, nedovoljno dokumentira procjena metodologije tokom postupka registracije pojedinačnih CRAs.Ovu slabost potvrdio je i Evropski revizorski sud u tematskom izvještaju o nadzoru nad agencijama za kreditni rejting.⁷

Metodologije za dodjelu kreditnih rejtinga moraju biti stroge, sistematske i postojane te podlijegati validaciji temeljenoj na odgovarajućim podacima iz prošlosti i retroaktivnom testiranju. Svaka od tih obaveza detaljnije je opisana u dopunskoj Uredbi o metodologijama mada ne postoji striktna odredba Uredbe o agencijama za kreditni rejting koja zahtijeva od agencija da pripreme svoje metodologije u skladu s unaprijed definisanim oblikom. Po tom osnovu, recimo, ESMA⁸ ne može nametnuti nijednu standardiziranu objavu u tom pogledu.

⁶ Langohr.H. The rating agencies and their credit ratings, 2008.

⁷ Evropski revizorski sud; tematski izvještaj, Nadzor EU-a nad agencijama za kreditni rejting, 2015, br. 22.

⁸ Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala (*European Securities and Markets Authority*).

Metodologije za dodjelu rejtinga trebaju biti stroge, systemske i postojeane te podlijegati validaciji zasnovanoj na odgovarajućim podacima iz prošlosti i retroaktivnom testiranju sa slijedećim obilježjima: jasna i stroga kontrola i postupci, relevantni kriteriji; pouzdani, relevantni i kvalitetni analitički modeli, ključne pretpostavke i kriteriji povezani s rejtingom; objašnjeni kvalitativni kriteriji: obim procjene, povezani ponderi; objašnjeni kvantitativni kriteriji: ključne varijable, izvori podataka, ključne pretpostavke, tehnike modeliranja i kvantitativne tehnike; brzo prihvatanje nalaza ili ishoda internih službi za reviziju; systemska primjena metodologija, analitičkih modela, ključnih pretpostavki i kriterija povezanih s rejtingom pri oblikovanju svih kreditnih rejtinga u određenoj kategoriji imovine ili tržišnom segmentu; spremnost na brzo uvrštavanje; ispitivanje osjetljivosti metodologije za dodjelu rejtinga na promjene pretpostavki; procjena kreditnih rejtinga iz prošlosti dodijeljenih u skladu s metodologijom; upotreba pouzdanih ulaznih podataka, uključujući odgovarajuće veličine uzoraka podataka; uzimanje u obzir glavnih geografskih područja ili subjekata kojima se dodjeljuju rejtingi za svakukategoriju rejtinga; utvrđivanje i ispravljanje systemskih nepravilnosti u vezi s kreditnim rejtingima naglašenih retroaktivnim testiranjem; redovne provjere kreditnih rejtinga i uspješnosti; testiranje na uzorku i izvan njega, i sl.

Drugi kompleks pitanja koja često izazivaju reakcije kako klijenata tako i investitora jeste proces planiranja usmjeren na rizike koji ne pruža potpune garancije da se postižu najbolji mogući rezultati.

Godišnja procjena rizika osnova je utvrđivanja rizika. Ona se zasniva na znanju o klijentima stečenom tokom godine i analizi dokumenata koje agencije za kreditni rejting podnose tokom godine. Na osnovu tih informacija osoblje za analizu rizika, zajedno s nadzornim osobljem, izrađuje bodovnu skalu za svakog klijenta obuhvaćenog nadzorom. Na tim se bodovnim skalama grupišu se svi poznati rizici i dodjeljuju im se bodovi kako bi se prikazala njihova važnost.

Bodovne skale uključuju se u godišnji prikaz rizika u kojem se navode nivoi rizika po području rizika za svakog klijenta obuhvaćenog nadzorom. Izrađuju se zasebni prikazi za glavne klijente kako bi se u obzir uzeo različiti značaj učinaka na tržištu. Na taj način utvrdili bi se systemski rizici koji bi potpunije odlikavali stanje na tržištu i upotpunili ocjenu CRAs. Osim toga, detaljne probleme i nalaze, kao i obrazloženja za promjenu nivoa rizika, trebalo bi dobro dokumentovati. Procjena rizika, i prema nalazima ESME predstavlja slabu tačku u aktivnostima CRAs što, objektivno, i jeste najteži dio posla svakog tijala koje treba davati ocjenu o budućim tokovima bilo koje djelatnosti te svojim smjernicama otklanjati opasnost od posljedica na tržištu.

Slijedeća opasnost za vjerodostojnost nalaza CRAs je njihova generalno izražena subjektivnost. Činjenica je da nema pouzdane formule pomoću koje se može uspostaviti objektivni kreditni rejting institucija. Umjesto toga, CRAs koriste svoj najbolji sud. Nažalost, često znaju dati nedosljedne procjene, a ocjene između različitih CRAs mogu varirati. Osim subjektivnosti, koja se često spočitava CRAs od strane klijenata i investitora nerijetko dolaze zamjerke o sukobu interesa kao osnovu rezerve u prihvatanju ocjena CRAs.

Mada su agencije za kreditni rejting nezavisne, one se oslanjaju na ugovore sa državama i korporacijama od kojih obezbijeduju prihode. Sa agencijama koje u tolikoj mjeri zavise od klijentskih provizija, prihvatljivo je otvoriti pitanje povezanosti između provizije i povoljnog kreditnog rejtinga. To je naročito slučaj sa novim emisijama finansijskih instrumenata, čiji uspjeh jako zavisi od rejtinga koje dobije. Tako pritisak sektora na agencije

da dodjele povoljni rejting državama i povezanim emisijama finansijskih instrumenata može biti znatan.

Kreditni rejting CRAs obično daju na zahtjev samih institucija. Iako ponekad znaju provesti nezavisne procjene o raznim subjektima i prodavati rejtinge za ulagače, oni su obično plaćeni od strane istih subjekata kojima ocjenjuju rejting. Očito, ovaj sistem može dovesti do ozbiljnih sukoba interesa. Budući da tvrtka plaća bonitetnu agenciju za određivanje rejtinga, ta agencija može biti sklona dati subjektu bolji rejting kako bi zadržala svoje poslovni odnos.

Konačno, uočljivo je da industrijom kreditnog rejtinga dominiraju tri velike CRAs o kojima smo se u tekstu najviše i bavili im omogućava oligopolsku poziciju na tržištu ali unosi i sumnju o mogućnosti određenih nedosljednosti pri donošenju ocjena o svojim klijentima. U tom kontekstu moguće je prisjetiti se visokih ocjena datih imovini niske kvalitete, osobito onim portfeljima koji su bazirani na visoko rizičnim hipotekama, koje su doprinjeli kolapsu kreditnog tržišta tokom ne tako davne krize. CRAs su osiguravajućem „divu“ American International Group dodijelili rejting AA, a Lehman Brothers su svrstali u kategoriju A mjesec dana prije nego je doživio kolaps).

LITERATURA

1. Amadon N. R.(2003), Rating and rating agencies: anticipating currency crises or debt crises, International Monetary Fund, International capital Markets Department, Washington.
2. Amadou N.R., Sy (2009), The Systematic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets, IMF Working papers, No. 129/09. Washington D.C.
3. Bhatia, A. (2002), Sovereign Credit Ratings Methodology: An Evaluation. IMF Working Paper 02/170, International Monetary Fund, Washington, DC.
4. Bilson R. Delacour A. (2011), Credit rating agencies: Regulation and reform act review (economic issues problems and perspectives), Nova science pub. Inc, New York.
5. Bogie O., Miu P.(2008), Basel II implementation. A Guide to developing and validating a compliant, internal risk rejting agencijating system, - Mc Graw-Hill finance investing, Columbus OH.
6. Bolger, R.M., Managing Director (2005) Global Regulatory Affairs & Associate General Counsel –Standard & Poor’s. The credit rating agency duopoly relief act of 2005, Testimony before the House Subcommittee on Capital Markets
7. Brown P. and Bond P. (2006), Rating valuation principles into practice, Estates Gazette, London
8. Bukspan N. (2007), From B to AAA XBRL – Aibed credit rating analysis, S&P presentation, New York.
9. Cantor F. Packer R.(1994), The Credit Rating Industry, Federal reserve bank of New York Quarterly Review (Summer-Fall): Vol.19,N^o.2`ss 1-26.
10. Cantor R. i Packer, F. (1995), Sovereign Credit Ratings,Curent issue in Economics and Finance, Federal reserve bank of New York.
11. Cantor R. Packer, F. (1996), Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings, The Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review.

12. Care ratings, India credit rating agency (2010), Rating criteria methodology, Careratings, New Delhi.
13. Code of conduct fundamentals for credit rating agencies (2008), IOSCO technical committee, IOSCO, New York.
14. Credit rating agencies and their potential impact of developing countries (2008), Presentation United nations conference on trade and development, New York.
15. De Luca J. Russo P. (2009), Credit rating agency reform, Nova Science Pub. Inc., hauppauge, New York.
16. Deventer D.(2003), Credit risk models and the Basel accords, John Wiley & Sons, London.
17. Draack W. (2009), „Insight into corporate credit ratings“, Moody`s inv.service, The first international conference NBS, Beograd.
18. Elkhoury M. (2008), Credit rating agencies and their potential impact on developing countries, United Nations Conference on Trade and Development, United Nations, No. 186.
19. Evropski revizorski sud; tematski izvještaj, Nadzor EU-a nad agencijama za kreditni rejting, 2015. Br 22.
20. European central bank (2007), The use of portfolio credit risk models in central banks, European central Bank, Frankfurt.
21. Feinland KatzL. (2008), Rating agencies and their methodologies, seminar senior bank supervisors from emerging economies, World bank, IMF, Federal reserve system, Standard&Poor`s presentation, Washington.
22. Feethely J.Fitzpatrick A. Brawley J. (2008), Methodology rating Canadian structured credit transactions, DBRS, Toronto.
23. „Fitch” ratings (2006), A Different Kind of Ratings agency, „Fitch” rating, New York.
24. „Fitch” Ratings (2011) „Fitch” Ratings Sovereign 2010 Transition and Default Study, Credit Market Research.
25. Ganguin B. Bilardello J. (2005), Standard & Poor`s fundamentals of corporate credit analysis, The McGraw – Hill companies Inc, New York.
26. Gestel T. Baesens B.(2008), „Credit risk management: Basic concepts: Financ analysis, models, economic and regulatory, capt Oxford university press, New York
27. Gregory J. (2010), „Counterparty credit risk. The new challenge for global financial markets“, Wiley,London
28. Hunter R. Raj S.Thomas H. (2006), The rating process, „Fitch” Ratings, New York
29. Krebsz M., (2010), Risk ratings, reducing over reliance by using the agencies analysis sensibly, Scottish financial risk academy, Edinburg
30. Kruck A, (2011), Private ratings, Public regulations credit rating agencies and global financial governance, Palgrave Macmillan, London.
31. Langohr H (2006), The credit rating agencies and their credit ratings, The capco institute, journal of financial transformation, New York.
32. Langohr H.Langohr P. (2009),The rating agencies and their credit ratings: What they are, how they work and why they are relevant, Wiley finance, New Jersey.
33. Levich R. Majmont G. Reinhart C. (2002), Ratings, rating agencies and the global financial system, New York university Salomon centre series on financial markets &

- institucions, University of Maryland, USA, Kluwer Academic Publishers group, Boston.
34. Luca J. Russo P. (2009), Credit rating agency reform, Nova Science pub.inc, New York.
 35. Maas A. (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.
 36. 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.
 37. Mrvić T. (2001), Revizija i rejting-korak ka smanjenju rizika na finansijskom tržištu, "Jugoslovensko bankarstvo", Beograd, br. 9-10, str. 38-45.
 38. Mrvić T. (2002), Oditori-revizori, rejting agencije i zaštita investitora, časopis za privredno pravnu teoriju i praksu „Pravo i privreda“, XI godišnji kongres pravnika u privredi, str. 396-410.
 39. Mrvić T. (2012), Kreditni rejting – faktor stabilnosti finansijskog tržišta, "Revizor", br.58, Institut za ekonomiku i finansije, Beograd, str. 85-93.
 40. Mrvić T. (2012), Inicijalna područja korporativnog rejting istraživanja“, "Revizor", Institut za ekonomiju i finansije, Beograd, br. 59, str. 85-95.
 41. Mrvić T. (2012), Rejting ocene kreditnih rejting agencija u funkciji stabilnog razvoja finansijskog tržišta“, Zbornik radova V Međunarodne naučno-stručna konferencije razvoj poslovanja 2012: Ekonomska politika & poslovanje malih i srednjih preduzeća, Zenica, str. 145-157.
 42. Mrvić T., Rička, Ž. (2015), Kreditne rejting agencije kreatori finansijskih tržišta“ Univerzitet u Sarajevu, Ekonomski fakultet, Sarajevo, 2015.
 43. Ong M. (2002), Credit ratings: Methodologies, rationale and default risk, Risk books, London.
 44. Partnoy F. (2006), How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers. Legal Studies Research Paper Series, Research Paper, No. 07-46. University of San Diego - School of Law.
 45. Standard&Poors (2011), Default, Transition and Recovery:Sovereign Defaults and Rating Transition Data, 2010update. Global Credit Portal, Rating Direct.
 46. Feehely J., Fitzpatrick A., Brawley J. (2008), Rating Canadian Structured Credit Transactions, Methodology, DBRS, Toronto.
 47. Ratha D. De P., Mohapatra S. (2007), Shadow Sovereign Ratings for Unrated Developing Countries, Development Prospects Group, The World bank, Washington D.C.
 48. Rivero R. (2010), Standard&Poors ratings, Standard&Poors presentatio, New York.
 49. Saini K., Bates, P. (1984), A Survey of the Quantitative Approaches to Country Risk Analysis, Journal of Banking and Finance.
 50. Sevigny A., Renault, O. (2004), The Standard & Poor`s guide to measuring and managing credit risk, The McGraw hill companies, New York.
 51. Standard and Poor`s CRA (2008), Corporate ratings criteria, Standard and Poor`s, New York.
 52. Standard and Poor`s CRA (2008), Risk and rates of return, Standard and Poor`s presentation, New York.

