

**Динко Казепов**

**СЪЩНОСТ И ЗНАЧЕНИЕ НА  
МЕЖДУНАРОДНИТЕ АГЕНЦИИ ЗА  
КРЕДИТЕН РЕЙТИНГ**



**ГОДИШНИК НА ВУАРР**

**ТОМ VI**



UNIVERSITY OF AGRIBUSINESS AND RURAL DEVELOPMENT  
YEARBOOK, VOLUME VI, 2018

---

---

**NATURE AND IMPORTANCE OF THE  
INTERNATIONAL CREDIT RATING AGENCIES**

**Dinko Kazepov**

**Abstract:** The study examines the three most influential international rating agencies (Standard and Poor's, Moody's and Fitch Rating), their role and importance in the financial markets, credit assessment methodology, credit rating development and credit rating procedures, as well as the impact of credit rating agencies and their ratings on the economies of different countries before and after the global financial and economic crisis. Also, two important questions about the "Big Three" have been discussed: "Do they provide adequate information to investors or a sense of confidence in the future?" and "Is there a political influence on them in determining the credit rating?".

**Keywords:** credit rating agencies, credit rating.

# СЪЩНОСТ И ЗНАЧЕНИЕ НА МЕЖДУНАРОДНИТЕ АГЕНЦИИ ЗА КРЕДИТЕН РЕЙТИНГ

Динко Казепов

**Резюме:** В настоящата студия са разгледани трите най-влиятелни международни агенции за кредитен рейтинг (Standard and Poor's, Moody's и Fitch Rating) - тяхната роля и значение във финансовите пазари, методология при изготвяне на кредитна оценка, процедури при разработване и присъждане на кредитен рейтинг, както и влиянието на кредитните агенции и техните рейтинги върху икономиките на различни държави преди и след Световната финансова и икономическа криза. Също така са дискутирани и два важни въпроса относно „трите големи“: „Адекватна информация ли подават към инвеститорите или чувство на увереност в бъдещето“? и „Има ли политическо влияние върху тях при определянето на кредитен рейтинг?“.

**Ключови думи:** агенции за кредитен рейтинг, кредитен рейтинг.

## ВЪВЕДЕНИЕ

Живеем в един непрекъснато развиващ се свят, в който всеки ден правим избор между множество алтернативи. Пазарът, като „поле на изява“, предлага своите предизвикателства като едновременно стимулира, обнадеждава, отчайва и подтиква към съревнование своите участници.

Необходимостта от международно признати кредитни рейтинги възниква с глобализацията на финансовите потоци и разрастването на спекулативната търговия. Когато стане дума за рейтинги в съзнанието на повечето хора излизат три имена - Moody's, Standard & Poor's и Fitch. Тяхната водеща роля при формирането на кредитния рейтинг на стопанските субекти често ги поставя в центъра на вниманието на световната общественост. Медийният интерес към дейността на тези агенции осезаемо се засили през последните години, през които различни големи компании и изпаднали във финансови затруднения

държави станаха свидетели на драстично понижаване на рейтингите си. Това доведе до обществен и политически натиск върху кредитните агенции, което поражда въпроси относно тяхната независимост и методика.

В тази връзка настоящата студия засяга важни и актуални въпроси, свързани със същността и характеристиките на кредитните агенции, характера на методите и действията им, адекватността на кредитните рейтинги и тяхното ключово значение за нормалното функциониране на дълговите пазари; какво представлява кредитен рейтинг, оценка, използваните обозначения за нивата му при различните кредитни агенции, технологията на определянето му, анализ на трите големи кредитни агенции, прилики и разлики при определяне на кредитните рейтинги и т.н.

Изследователската теза, която ще бъде защитена в разработката, е че кредитните агенции са важен индикатор за инвестиционната активност и обществено-икономическия климат в съответната държава. Те декларират пред световната общност за демократичното развитие на страната и са показател за успеха на провежданите пазарни реформи. С други думи, водещите кредитни агенции показват отношението на световните оценъчни институции към икономическото, политическото и инвестиционното развитие на съответната държава. Успоредно с това, техните оценки трябва да бъдат „изчистени“ от чисто политически нотки и съждения. В този изследван контекст, те ще се разбират като обективни институции, рейтингите на които ще бъдат устойчив индикатор за инвестиционната активност на държавите. Оттук и амбициите на Европа и останалите държави да предприемат мерки за ограничаване на монополната власт (тежестта) при определянето на кредитен рейтинг от страна на трите големи кредитни агенции (S&P, Moody's и Fitch).

Обект на изследване са международните кредитни агенции, техните особености, методи за определяне на кредитен рейтинг, характеристики и тенденции.

Предмет на анализ е ролята, значението и методите на международните кредитни агенции за нормалното функциониране на капиталовите пазари и бизнеса. Сравнителният анализ на трите големи в бранша е от първостепенна важност за начина и критериите, по които се рейтинговат държавите и компаниите.

Целта на студията е да проследи, анализира и изведе основните и най-важни моменти от начина, по който се определят кредитните рейтинги, изборът на критерии, адекватността на агенциите, да се

разгледа има ли политически натиск върху тяхната дейност в определянето на рейтингите за определени държави и компании, налице ли е съучастие на някои кредитни агенции в глобалната финансово-икономическа криза.

### **КРЕДИТЕН РЕЙТИНГ**

Кредитният рейтинг е независима оценка на способността и намеренията на даден емитент да изплати напълно и навреме своите финансови задължения (главница и лихва). Рейтингът представлява стъпка в процеса на вземане на инвестиционни решения. Оценката за кредитния рейтинг изразява външно обективно и безпристрастно мнение относно кредитоспособността на дадена страна или организация. Той е резултат от задълбочен анализ, който е представен по лесен за възприемане начин. Чрез него се оценява качеството на дълга от гледна точка на кредитора по отношение на лихвата и капитала, който не се изплаща от длъжника, и степента, до която заемодателят е защитен, в случай че се реализира вероятността за изпадане на длъжника в неизпълнение. Различните агенции използват собствени технологии за определяне на кредитния рейтинг. Те предлагат различни подходи и различен вид дейност при оценяване на даден вид институция.

Рейтингите могат да бъдат издавани поотделно за краткосрочните и дългосрочните задължения. Дългосрочните рейтинги анализират и оценяват способността на емитента да посрещне своите отговорности по отношение на всичките си ценни книжа. Краткосрочните оценки се фокусират върху специфични ценни книжа, отразяващи текущото финансово състояние на дадена компания или държава и на общите условия за съответната индустрия или регион.

Кредитните рейтинги могат да се разгледат и като суверенен кредитен рейтинг и корпоративен кредитен рейтинг. Суверенният кредитен рейтинг е кредитен рейтинг на суверенния субект - като национално правителство. Той показва риска от инвестиране в една страна и се използва от инвеститорите, когато търсят да инвестират в конкретни юрисдикции, а също така се взема предвид и политическият риск. Корпоративният кредитен рейтинг разглежда една корпорация като подробно анализира и оценява нейните финансови инструменти, например облигации.

Високият рейтинг е фактор, улесняващ отпускането на кредит, защото отразява нисък риск от изпадане в неплатежоспособност на длъжника. Полза има не само длъжникът, но и банките и финансовите институции, отпускащи заеми, защото ясната оценка на риска снижава

рисковия компонент и по този начин стимулира и подпомага отпускането на нови кредити, т.е. паралелно със снижаването на риска се постига растеж и по-висока ефективност на дейността.

При емисия на ценни книжа ефектът, който се постига, е подобен. В случая кредиторът може да бъде търговска банка, институционален инвеститор – застрахователно дружество, пенсионен фонд, както и лизингова или кредитираща компания. Отчитайки кредитния рейтинг, кредиторите са наясно с риска, свързан с дадено задължение или съвкупност от задължения. Наличието на леснодостъпна и качествена информация относно конкретната емисия поражда по-висока ликвидност на дълга, което пък увеличава стойността му за инвеститорите. По този начин наличието на външно оценен кредитен рейтинг намалява транзакционните разходи и води до по-добри условия за емитента на дълга. Заплащането на кредитния рейтинг става от длъжника, тъй като оценката се известява публично, а ако кредитор заплати за дадена оценка, би искал да я остави за себе си или да разпространи информация, която ще е в негова полза, независимо дали е достоверна или не. Оценка на кредитен рейтинг, заплатена от кредитор и направена публично достояние, не би трябвало да се смята за надеждна - той би представил задължението, в което е инвестирал в най-добра светлина, за да може да го продаде на възможно най-висока цена, а това би било конфликт на интереси. Освен изброените дотук преки ползи кредитният рейтинг има и други:

- спомага за оптимизиране на дейността на рейтингованото дружество;
- подпомага мениджмънта в преговорите с финансови институции, като им помага да разберат техния подход и начин на анализ;
- съдържа в себе си информация за конкурентите, която помага на дружеството да разбере по-добре средата, в която оперира;
- полезен е за намиране на партньори в чужбина, които търсят надеждни такива в страната (при привличане на чуждестранни инвеститори по проекти кредитният рейтинг е полезен при оценка на риска, свързан с държавата);
- служи като доказателство за добър вътрешен мониторинг и активно отношение към бизнеса и мениджмънта на компанията;
- когато е позитивен, е полезен за имиджа на компанията.

Всички тези ползи се изразяват в повишение на приходите от продажби, както и в подобрени договорни условия. В дългосрочен план кредитният рейтинг би могъл да се окаже важен фактор за

кредитоспособността на компанията вследствие на повишената ефективност от бизнес операциите и постигането на по-добри условия по финансиране на инвестиционните процеси на рейтингованата компания.

## **СЪЩНОСТ И ХАРАКТЕРИСТИКИ НА МЕЖДУНАРОДНИТЕ АГЕНЦИИ ЗА КРЕДИТЕН РЕЙТИНГ – СРАВНИТЕЛЕН АНАЛИЗ**

Можем ли да кажем, че някой определя бъдещето ни? Ако трябва да отговорим на този въпрос, отговорът би бил „да“. Най-големите три агенции за кредитни рейтинги, определящи бъдещето на цели държави, са Standard and Poor's (S&P), Moody's и Fitch. S&P и Moody's са базирани в САЩ, докато Fitch има управление в Ню Йорк и Лондон. Големите три притежават около 95% от пазара, като S&P и Moody's притежават по 40%, а Fitch - само около 15%. Така тези корпорации осъществяват олигопол, насочвайки потока от финансови инвестиции в желаната от клиентите им посока.

### **Standard and Poor's**

Standard and Poor's е базирана в САЩ компания за финансови услуги. Тя е дивизия на Компани МакГроу Хил, които публикуват финансови изследвания и анализи за уставен капитал и облигации. Кредитната агенция определя рейтинг още от 1860 г. В момента в Европа се рейтинговат повече от 2000 институции. Като агенция, занимаваща се с кредитен рейтинг, компанията оценява кредитни рейтинги за дълга на публичните и частните предприятия. Standard and Poor's е една от няколко компании, занимаващи се с това, които са определени за национално признати статистически и рейтингови организации от страна на САЩ по ценните книжа и фондовите борси. Standard and Poor's изготвя дългосрочни и краткосрочни кредитни рейтинги.

Рейтинговите агенции анализират компаниите на базата на редица критерии. Методологиите, използвани от трите най-големи световни агенции, имат много прилики. Значителни разлики се наблюдават при определянето на самата оценка, например при анализа на капиталовата адекватност или на хибридният капитал. Standard and Poor's не извършва своите оценки строго придържайки се към съответните критерии, тъй като изборът на критерий, определящ рейтинговото решение, зависи от конкретната ситуация, в която се намира компанията, а също така и състоянието на пазарната среда, или

както споменахме по-горе, от макро и микроикономическите фактори, действащи на определяния обект. Самите критерии са публикувани принципи, методологии и допускания, които анализаторите използват, за да обявят рейтингите. Те дават рамката, по която анализаторите оценяват кредитоспособността. Ръководството, анализаторите и рейтинг комисиите съчетават и претеглят рискове, за да се определят окончателно становища за кредитен рейтинг. Колкото по-висок е рейтингът, толкова по-малък е рискът. В момента реално думата на трите агенции е единственият критерий за инвестиционните решения.

Все пак едни от основните критерии, според които се ръководи агенцията, са:

• *Компании:*

- пазарна позиция на компанията;
- управление и стратегия;
- резултати – доходност и приходи;
- капиталова адекватност – качество на капитала;
- финансова гъвкавост – възможности за увеличение на

капитала;

- инвестиции / ликвидност – качество на инвестициите;
- оценка на риска в сектора.

• *Държави:*

- проспект;
- годишни отчети за последните 5 години;
- оценка на активите на емитента за последните 5 години;
- последният приет (действащ) бюджет;
- капиталов бюджет / документ за планираните инвестиции и

други разходи.

• *Характеристики на критериите:*

- критериите осигуряват рамка, чрез която анализаторите възлагат рейтинги, които са относителни за класирането на кредитоспособността във всички оценени емитенти и дългови проблеми;

- критериите са предназначени да балансират количествени и качествени фактори;

- рейтинговите комитети гласуват и възлагат кредитни рейтинги въз основа на факторите, предписани от приложимите критерии;

- докато се осигурява основа за анализ на оценките, критериите се развиват с течение на времето, за да се отрази оценката на промените

в пазара и резултатите от текущите проучвания за изпълнение на рейтингите.

S&P има три основни подмножества критерии:

- **принципи** - принципите са основните елементи на анализ на кредитния риск и качествена и количествена обработка на информацията, която се взема предвид за достигане на рейтингово мнение. Тези елементи могат да включват например: бизнес риск и финансов риск в случай на рейтинг на корпорация или финансова институция или геополитически риск в случай на определяне на рейтинг на суверенна власт. При оценката на структурираните финанси, които обикновено се разглеждат, се включват: кредитното качество на активите, правни и регулаторни рискове, възможността за плащане и движението на паричните потоци, оперативните и административните рискове, както и риск от контрагента.

- **методология** - отнася се до специфични методи, които регламентират прилагането на принципите на критериите за даден рейтинг или практика. Методите са специфични процеси и рамки за прилагането на критерии, принципи за достигането на определен рейтинг. Използват се конкретни количествени мерки за оценка на настоящите и бъдещи парични потоци и способността за покриване на очакваните разходи за лихви на емитенти в специфични сектори на промишлеността.

- **допускания** - прогнози, оценки, входни параметри за модели, както и всички други видове качествени или количествени очаквания, които се използват, за да се стигне до рейтингово мнение. Например при анализиране на петролни и газови компании по принцип се правят предположения за цената на петрола през по-кратки и по-дълги периоди при определени пазарни условия.

### ***Дългосрочни кредитни рейтинги***

Кредитополучателите са оценени от фирмата по скала от AAA до D. Междинни оценки се предлагат на всяко ниво между AA и CCC, като могат да бъдат модифицирани чрез добавяне на един плюс (+) или минус (-) – знак, за да покаже относителната позиция в рамките на съответната рейтингова категория. За някои кредитополучатели компанията може също да предложи насоки (наречени „Наблюдавани кредитополучатели“) дали е вероятно да бъде обновен (положителен), понижен (отрицателен) или несигурен (неутрален). Кредитните рейтинги, обозначени с компилации от „BB“ до „R“, се разглеждат като

неинвестиционен клас (спекулативен клас). Компилациите от „AAA“ до „BBB“ се разглеждат като инвестиционен клас.

**Таблица 1. Дългосрочна рейтингова скала на S&P**

<b>Категория</b>	<b>Дефиниция</b>
<b>AAA</b>	Най-висок рейтинг. Капацитетът на длъжника да изпълни своите финансови ангажменти по отношение на задължението е изключително силна.
<b>AA</b>	Различава се от най-високо оценените задължения само в малка степен. Капацитетът на длъжника да изпълни своите финансови ангажменти по отношение на задължението е много силно.
<b>A</b>	Малко по-податливи на неблагоприятни последици от промените в обстоятелства и икономически условия отколкото задължения в по-висока номинална категория. Въпреки това способността на длъжника да изпълни своите финансови ангажменти по отношение на задължението е все още силен.
<b>BBB</b>	Длъжникът има достатъчен капацитет, за да изпълни своите финансови ангажменти. Въпреки това неблагоприятните икономически или променящите обстоятелства е вероятно да доведат до намаляване на способността на длъжника да изпълни своите финансови ангажменти.
<b>BB; B; CCC; CC</b>	Длъжниците тук се считат за имащи значителни спекулативни характеристики. „BB“ показва най-малка степен на спекулация, а „CC“ - най-високата.
<b>BB</b>	Длъжникът е по-малко уязвим в близко бъдеще. Въпреки това той е изправен пред сериозна несигурност и излагане на бизнес, икономически или финансови условия, които биха могли да доведат до посредствен капацитет на длъжника да изпълни своите финансови ангажменти.
<b>B</b>	Длъжникът е уязвим, но в момента има капацитет да посрещне финансовите си задължения. Неблагоприятен бизнес, финансови или икономически условия могат да намалят възможностите или желанието на длъжника да изпълни своите финансови задължения.
<b>CCC</b>	Длъжникът в момента е уязвим, зависи от благоприятните условия на бизнес средата, за да изпълни своите финансови ангажменти.
<b>CC</b>	Длъжникът е силно уязвим.
<b>R</b>	Длъжникът е под регулаторен надзор поради финансовото си състояние.

Категория	Дефиниция
<b>SD; D</b>	Длъжникът, класиран като „SD“ (селективен по подразбиране) или „D“, е в неизпълнение на едно или повече от финансовите си задължения. При „SD“ длъжникът се счита в забава, но плащания ще бъдат направени в рамките на 5 работни дни от датата на падежа при липса на посочен гратисен период или в рамките на по-ранна дата от обявения гратисен период или 30 календарни дни. Рейтинг „D“ се определя, когато по подразбиране се приема, че длъжникът няма да може да изпълни задълженията си
<b>NR</b>	Емитентът не е оценяван.

Източник: <https://ru.wikipedia.org/>

### **Краткосрочни кредитни рейтинги**

Компанията е оценила кредитополучателите по скала от А-1 до D. В рамките на категория А-1 тя може да бъде определена и със знак плюс (+). Това показва, че ангажиментът на дадения емитент да изплати задължението си е много силна.

**Таблица 2.** Краткосрочна рейтингова скала на S&P

Категория	Дефиниция
<b>A-1</b>	Длъжникът има силен капацитет да посрещне финансовите си задължения. В рамките на тази категория някои от длъжниците са обозначени със знак плюс (+) - изключително силен капацитет.
<b>A-2</b>	Длъжникът има задоволителен капацитет да посрещне финансовите си задължения. По-малко податлив на неблагоприятни последици от промяна в икономическите условия.
<b>A-3</b>	Длъжникът има достатъчен капацитет да изпълни финансовите си задължения. Въпреки това промяната в икономическата обстановка ще доведе до намаляване на неговите способности
<b>B</b>	Длъжникът се счита уязвим и има значителни спекулативни характеристики. Длъжникът в момента има възможност да изпълни своите финансови ангажименти. Въпреки това той е изправен пред сериозна несигурност.
<b>C</b>	Длъжникът е уязвим към момента за неплащане и възможността за изпълнение на финансовите ангажименти зависи от бъдещата благоприятна бизнес среда.

Категория	Дефиниция
<b>R</b>	Длъжникът е под регулаторен надзор поради финансовото си състояние.
<b>CD; D</b>	Длъжникът, класиран „SD“ (селективен по подразбиране) или „D“, е в неизпълнение на едно или повече от финансовите си задължения. При „SD“ длъжникът се счита в забава, но плащания ще бъдат направени в рамките на 5 работни дни от датата на падежа при липса на посочен gratuitен период или в рамките на по-ранна дата от обявения gratuitен период или 30 календарни дни. Рейтинг „D“ се определя, когато по подразбиране се приема, че длъжникът няма да може да изпълни задълженията си.
<b>NR</b>	Емитентът не е оценяван.

Източник: <https://ru.wikipedia.org/>

Standard and Poor's използва множество индекси, за да класифицира компаниите по определени критерии. Един от най-следените индекси в САЩ, издаван от S&P, е S&P 500. Той е вторият най-използван индекс за оценка на състоянието на фондовия пазар в САЩ след Dow Jones. Съществуват такива индекси за отделни континенти. Някои от европейските индекси на S&P са S&P Europe 350, S&P Euro, S&P Euro Plus и др.

Кредитните рейтинги на Standard and Poor's изразяват бъдещо мнение за кредитоспособността на емитенти и задължения, както и измерват вероятността за сигурност по подразбиране. Рейтингите и другите становища на Standard and Poor's не бива да се считат като препоръка за покупка или вземане на инвестиционни решения. Компанията не действа като довереник или инвестиционен консултант. Standard and Poor's използва информация от свои източници, счита я за достоверна и не ѝ прави одит. Оценките и мненията, свързани с кредитните рейтинги, могат да бъдат променени, спрени или оттеглени по всяко време.

### Moody's

Moody's Investors Service е другият голям играч на пазара, който е главен компонент от глобалните финансови пазари – една от трите официални агенции, които диктуват до голяма степен правилата на играта на рейтинга. Moody's е най-старата агенция за кредитен рейтинг в света, основана преди повече от век от John Moody. За да проследим нейните корени трябва да се върнем в далечната 1900 г. в САЩ. По това

време битувало разбирането, че както един джентълмен не би отворил чужда кореспонденция, така един джентълмен не би попитал за финансовите отчети на компанията, в която е вложил пари. John Moody бил първият, който отговорил на предизвикателството за обективна информация, свързана с различните инвестиционни възможности, публикувайки своя „Наръчник за оценка на индустриалните фирми“. Ръководството съдържало основни статистики и обща информация за акции и облигации от различни индустрии. От 1903 г. до срива на фондовия пазар през 1907 г. Moody започва да издава „Анализите на Moody за железопътни инвестиции“, които са съдържали аналитична информация за стойността на ценните книжа. Но само информацията не била достатъчна. John Moody бил първият, който разбрал, че е нужна кратка по форма оценка, помагаша сравняването на множество възможности за инвестиции. Така той пръв използвал методиката за оценка на кредитния риск и издал „Седмичен анализ на финансовото състояние“ през 1909 г. Разширяването на тази идея е довело до създаването на Moody's Investors Service през 1914 г., която през следващите 10 години осигурява рейтинги на почти всички държавни облигации по това време.

От 70-те години агенцията започва да прави рейтинги и на търговски ценни книжа и банкови депозити, превръщайки се в рейтингова агенция от световен мащаб, каквато е и до днес. По това време компанията е идентифицирана като национално статистически оценяваща организация, призната от Американската комисия за ценни книжа и фондови борси (NRSRO). През 2000 г. вече е самостоятелна компания, създадена като холдинг. Moody's оценява 110 страни, 12 000 корпоративни емитента, 25 000 публични предприятия и 106 000 структурирани финансови инструменти.

Компанията анализира кредитоспособността на кредитополучателите като използва стандартен рейтингов мащаб, който измерва очакваната загуба за инвеститорите в случай на неизпълнение. Moody's Investors Service оценява дългови ценни книжа в няколко пазарни сегмента, свързани с обществени и търговски ценни книжа в пазара на облигации. Те включват правителствени, общински и корпоративни облигации, управлява инвестиции на фондовия паричен пазар, фондове с фиксиран доход, хедж-фондове.

Агенцията използва следните символи: Ааа до С, като Ааа е най-високо качество, а С - най-ниско качество, т.е висок кредитен риск. Също така използва и модификатори 1, 2 и 3 за групите от Аа до Саа. Ааа, Са и С не се променят по същия начин. Оценките на Moody's не

трябва да се тълкуват като препоръки, нито са предназначени да бъдат единствената основа за вземане на инвестиционни решения. Оценките на компанията не говорят за пазарна цена, въпреки че условията на пазара могат да се отразят на кредитния риск.

Аналогично на S&P, Moody's също изготвя дългосрочни и краткосрочни рейтинги на емитентите. Дългосрочните рейтинги се възлагат на емитенти или задължения с оригинален матуритет до една година или повече, за да се отрази както и вероятността от неизпълнение на договорените обещани плащания, така също и финансовите загуби, претърпени в случай на неизпълнение. Краткосрочните рейтинги са възложени на задължения с оригинален матуритет от тринадесет месеца или по-малко и отразяват както вероятността от неизпълнение на договорно обещаните плащания, така и понесените финансови загуби при неизпълнение.

### *Дългосрочни кредитни рейтинги*

Таблица 3. Дългосрочна рейтингова скала на Moody's

<b>Оценка</b>	<b>Дефиниция</b>
<b>Aaa</b>	Длъжникът е оценен с най-висок рейтинг и най-ниска степен на кредитен риск.
<b>Aa1; Aa2; Aa3</b>	Длъжникът е оценен с висок кредитен рейтинг и много ниска степен на риск, но с известна податливост към дългосрочен риск.
<b>Baa1; Baa2; Baa3</b>	Длъжникът е оценен на средно ниво (качество) с някои спекулативни елементи и умерен кредитен риск. Липсват защитни елементи или тези елементи са незадоволителни.
<b><i>Спекулативният клас</i></b>	
<b>Ba1; Ba2; Ba3</b>	Длъжникът се оценява, че има спекулативни елементи и значителен кредитен риск. Задължения със съмнително качество.
<b>B1; B2; B3</b>	Задълженията се оценяват като спекулативни с висок кредитен риск и лошо качество.
<b>Saa1; Saa2; Saa3</b>	Задължения в лошо състояние и много висок кредитен риск.
<b>Sa</b>	Задължения, оценени като високо спекулативни. По подразбиране съществува възможност за неизплащане.
<b>C</b>	Задължения, оценени с най-ниско качество. По подразбиране ниска вероятност за изплащане.

Източник: <https://ru.wikipedia.org/>

## Краткосрочни кредитни рейтинги

Таблица 4. Краткосрочна рейтингова скала на Moody's

Оценка	Дефиниция
<b>Aaa; Aa1; Aa2; Aa3; A1</b>	Prime-1 (P1) Длъжникът е оценен с най-голяма способност за изплащане на краткосрочни задължения.
<b>A2; A3</b>	Prime-1 (P1) / Prime-2 (P2) Длъжникът е оценен с много висока способност за изплащане на краткосрочни задължения.
<b>Baa1</b>	Prime-2 (P2) Висока способност за изплащане на краткосрочни задължения.
<b>Baa2</b>	Prime-2 (P2) / Prime-3 (P3) Висока или приемлива възможност за изплащане.
<b>Baa3</b>	Prime-3 (P3) Приемлива способност за изплащане

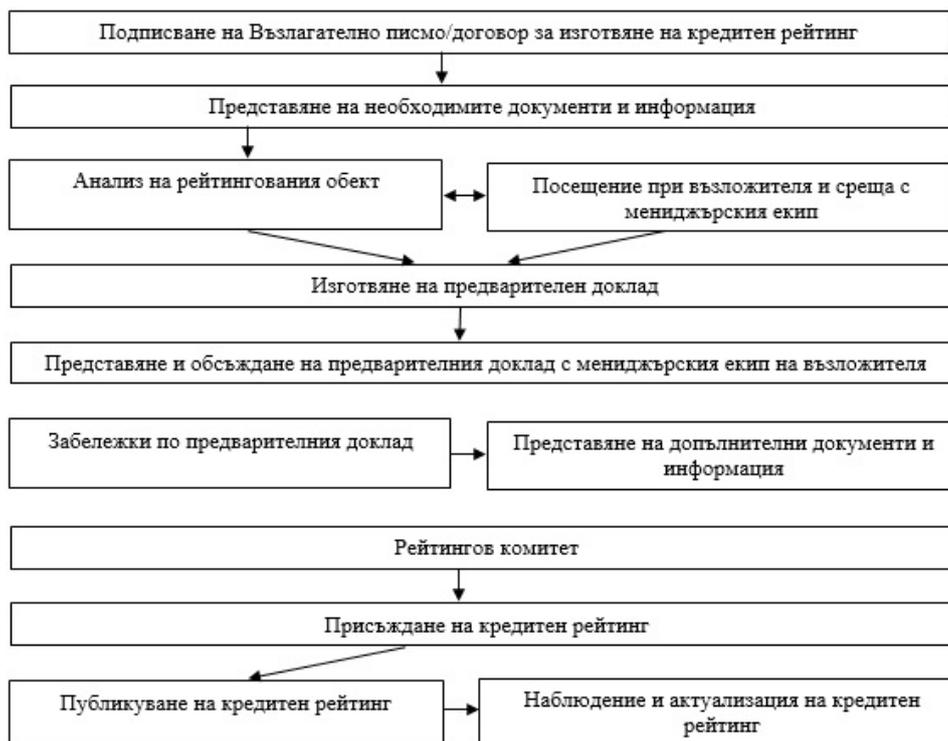
Източник: <https://ru.wikipedia.org/>

Оценените длъжници от Moody's в спекулативния клас в дългосрочен план не се рейтинговат в краткосрочен период (NP).

### Рейтингов комитет на Moody's

Рейтинговият комитет взема решение за присъждането на кредитен рейтинг и актуализацията му. Главният анализатор на проекта го представя накратко в дискусия и изказва препоръчителен рейтинг и обосновка. Като минимум комитетът включва изпълнителния директор, както и други посочени лица, и главния анализатор по проекта. Комитетът може да се разширява и да включва толкова дисциплини и насоки, колкото са необходими за рейтинговането на емитента. Броят на членовете на комитета може да варира в зависимост от емисията, емитента, сложността на инструмента или дали подобни операции са правени преди. Дискусиите по време на рейтингов комитет са конфиденциални и само служители на Moody's може да присъстват на тях. Единодушието при вземане на решение не е изискване в процедурата.

## Процедура за определяне на кредитен рейтинг



### Неприсъждане на рейтинг

Ако не бъде присъден кредитен рейтинг или бъде оттеглен такъв, то това може да не е по причини, свързани с кредитоспособността на емитента.

Причини, поради които не се присъжда кредитен рейтинг, са:

- неполучена или неприета заявка;
- липса на основни данни за емитента;
- емитентът не желае рейтингът да бъде публикуван;
- ценните книжа или емитентът не съответстват на политиката за оценяване.

Рейтингът може да се оттегли ако:

- възникнат нови обстоятелства, които не допускат задоволителен анализ;
- не съществуват актуални данни, позволяващи формиране на оценката;
- облигацията е обратно изкупена;
- други причини.

Рейтинговият процес се основава на два базисни въпроса:

- Какви са рисковете кредиторът да не получава навременно плащане на главницата и лихвата върху специфичните ценни книжа?
- Какво е нивото на риск за съответния инструмент в сравнение с това на всички други дългови инструменти?

Moody's измерва способността на емитента да генерира бъдещи парични потоци. Именно затова се прави внимателен и задълбочен анализ на емитента, като се изследват неговите силни и слаби страни. Паралелно с това се изследват фактори, външни за емитента, включително индустриалното ниво на развитие, което би повлияло върху изпълнението на задълженията. От особено значение е способността на управлението да поддържа финансовата стабилност, дори и ако са налице неблагоприятни промени в бизнес средата.

Рейтинговият процес е непрекъснат диалог между емитента и анализаторите на Moody's. Рейтингите постоянно се следят и обновяват чрез редовни срещи и диалози, на които емитентът предоставя необходимата информация за анализа.

Рейтинговият процес от предварителното обсъждане до публикуването на рейтингите отнема от 60-90 дни. Публикуването става в сайта на агенцията, както и в световните медии.

Според Moody's ползите от техните рейтинги се изразяват в по-широк достъп до капитала от страна на инвеститора, гъвкавост на финансирането и стабилност на пазара.

### **Fitch Ratings**

Fitch Ratings е водеща световна агенция за кредитен рейтинг, ангажирана да представя на световните кредитни пазари независими и навременни мнения. Компанията е нараснала бързо през последното десетилетие, набира пазарен дял в световен мащаб и във всички пазари на фиксирана доходност.

Fitch ratings разполага с две седалища – в Ню Йорк и в Лондон, оперативни офиси в над 50 града и покрива субекти в повече от 50 страни. Fitch Ratings публикува становища по различни мащаби. Най-честите от тях са кредитни рейтинги, но агенцията публикува оценки и други относителни становища, свързани с финансови и оперативни сили. Например Fitch Ratings също предоставя специализирани рейтинги на обслужващите на жилищни и търговски ипотечи, управляващи активи и фондове. Компанията е глобална агенция за кредитен рейтинг и се позиционира сред трите национално признати статистически организации (NRSRO), проектирани от

Американската комисия за ценни книжа и фондови борси през 1975 г. заедно с Moody's и Standard & Poor's. Заедно с тях формира „трите големи агенции за кредитен рейтинг“.

Fitch Ratings е създадена като Fitch Publishing Company на 24 декември 1913 г. от Джон Ноулс Фич. Първоначално се намира в сърцето на финансовия район в Ню Йорк Сити. The Fitch Publishing Company започва като издател на финансова статистика, чиито клиенти включват New York Stock Exchange. Скоро Fitch се превръща в утвърден лидер в предоставянето на финансова статистика на инвестиционната общност чрез публикации като The Fitch Bond Book и Fitch Stock and Bond Manual.

През 1924 г. Fitch въвежда вече познатата AAA до D рейтингова скала, за да отговори на нарастващото търсене на независим анализ на финансови ценни книжа. Fitch Ratings скалата, резултат на задълбочения анализ от страна на инвестиционни експерти, бързо се превръща в еталон за финансовата общност. От 1989 г. насам, когато Fitch е рекапитализирана с нов мениджърски екип, тя отбелязва значителен растеж. През 90-те години се разраства в сравнително нова област - тази на структурираните финанси, чрез предоставяне на инвеститорите на оригинални изследвания и ясни обяснения на сложни кредити, постигнати с по-строг надзор в сравнение с други рейтингови агенции.

През 1997 г. Fitch се слива с IBCA Limited със седалище в Лондон. Чрез сливането с IBCA Fitch става собственост на Fimalac SA, холдингова компания, която е придобила IBCA през 1992 г. Сливането представлява първата стъпка в осъществяването на плана на компанията да посрещне нуждите за пълно обслужване от страна на инвеститорите. Следващата стъпка в изграждането на Fitch като глобален конкурент е придобиването на Duff & Phelps Credit Rating Co., със седалище в Чикаго, през април 2000 г., последвано от придобиването по-късно същата година на рейтинговата компания на Thomson Bankwatch.

В резултат на своя стремителен растеж Fitch днес разполага с около 2 000 рейтингови професионалисти, които оперират на територията на разположените по цял свят над 50 офиса.

Системата за кредитния рейтинг на Fitch е широко приет показател за надеждност на дадено предприятие или държава, техните акции и облигации. Fitch Ratings скалата е важна част от процеса на избор за инвестиция. Преди даден индивид или финансова институция да купува акции или облигации на дадено дружеството, трябва да оцени неговото финансово състояние и финансовата му история. Това е

мястото, където Fitch Ratings влизат в роля. Те предлагат по-структурирана и точна оценка на финансовото здраве на организацията.

### *Дългосрочни кредитни рейтинги*

Дългосрочният кредитен рейтинг на Fitch Ratings – азбучно подредена скала от AAA до D, е представен за първи път през 1924 г. и по-късно приет и лицензиран от S&P (Moody’s също използва подобна скала, но имената на категориите са представени по различен начин). Подобно на S&P, Fitch също използва междинни +/- модификатори за всяка категория (например AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB- и др.)

**Таблица 5.** Дълготрайна рейтингова скала на Fitch

<b>Инвестиционен клас</b>	
<b>AAA</b>	Най-добрият възможен рейтинг. С него се оценят най-качествените, стабилни и надеждни длъжници.
<b>AA</b>	Присъщ за длъжници, които още не са достигнали нивото на AAA. При тях съществува известен риск.
<b>A</b>	Стабилни емитенти, но промяна в икономическата ситуация може да им повлияе на финансите.
<b>BBB</b>	Рейтинговат се средни компании или държави, които са в добро състояние към момента на оценката, но нямат потенциал за подобрение в близко бъдеще.
<b>Спекулативен клас</b>	
<b>BB</b>	Тези емитенти са по-податливи на промени в икономиката.
<b>B</b>	Финансовото положение на длъжника варира значително. Притежават сравнително висок риск.
<b>CCC</b>	Емитенти, зависещи от благоприятните икономически условия, за да изпълнят ангажиментите.
<b>CC</b>	Много уязвими длъжници и техните облигации, притежават високо ниво на спекулации, както и висока степен на риск.
<b>C</b>	Тези длъжници може би са изпаднали в несъстоятелност или просрочие, но все още изплащат задълженията си.
<b>D</b>	Длъжникът не изплаща задълженията си и Fitch смята, че като цяло няма да изпълни някои или всички задължения.
<b>NR</b>	Тези емитенти не се оценяват публично.

*Източник: <https://ru.wikipedia.org/>*

Само в компании, които биват оценени от ААА до ВВВ, си струва да се инвестира. Оценените с някоя от останалите степени не притежават почти никаква стойност, също така носят и висок размер на риск, така че инвеститорите трябва да стоят настрана от тях. Тези акции и облигации са известни като Junk облигации (акции) и дори спекулантите е добре да се въздържат от закупуването им.

Термините „инвестиционен клас“ и „спекулативен клас“ са се установили с течение на времето като стенограми. Тези термини са пазарни конвенции, които не означават препоръка или одобрение на специална гаранция за инвестиционни цели. "Инвестиционен клас" категории показват сравнително нисък до умерен кредитен риск, докато рейтинги в "спекулативен клас" категории сигнализират за по-високо ниво на кредитен риск или че вече е настъпило неплащане по подразбиране.

Краткосрочните кредитни рейтинги на Fitch посочват потенциалното ниво на неизпълнение в рамките на 12-месечен период.

### *Краткосрочни кредитни рейтинги*

**Таблица 6.** Краткосрочна рейтингова скала на Fitch

<b>Оценка</b>	<b>Дефиниция</b>
<b>F1+</b>	Най-добрият клас качество, което показва изключително силен капацитет на длъжника да изпълни своите финансови ангажменти.
<b>F1</b>	Най-добрият клас качество, което показва силен капацитет на длъжника да изпълни своите финансови ангажменти.
<b>F2</b>	Добър клас качество със задоволителен капацитет на длъжника да изпълни своите финансови ангажменти.
<b>F3</b>	Среден клас качество с адекватен капацитет на длъжника да изпълни своите финансови задължения, освен ако не възникнат неблагоприятни промени в икономическите условия.
<b>B</b>	Качество със спекулативен характер, длъжникът има минимален капацитет за изпълнение на поетите ангажменти. Уязвимост в краткосрочен период при неблагоприятни икономически условия.
<b>C</b>	Оценка, показваща висока възможност за неизпълнение на поетите финансови ангажменти. Висока зависимост от благоприятна бизнес среда.

Оценка	Дефиниция
D	Оценяват се длъжници, които са изпаднали в неплатежоспособност, т.е неизплащане на финансовите ангажименти (дефолт).

Източник: <https://ru.wikipedia.org/>

### ***Рейтингов комитет на Fitch Ratings***

Разглеждането на предоставените оценки е процес който се извършва от комисиите. След като е събрана информацията за емитента и анализирана според критериите и методологията на Fitch, главният анализатор прави препоръка за рейтинг, като предоставя и своята обосновка пред комитета. Комитетът разглежда, обсъжда и анализира предоставената му информация. Членовете, които имат право на глас, разглеждат информацията. Те се избират въз основа на съответния опит. Минималният размер на комисията, вземаща международни решения за кредитен рейтинг, е петима анализатори, въпреки че комисиите често използват и повече членове. Комитетът включва:

- член от борда, който наблюдава работата на комитета и гарантира, че решенията се вземат според критериите и методологията на Fitch Ratings;

- най-малко един независим външен член, който наблюдава дали обсъжданият кредитен рейтинг е централна тема на обсъждане на комисията.

Решенията в комитета се вземат с консенсус. Ако председателят прецени, че не е необходим по-нататъшен анализ или допълнителна информация, може да се премине към гласуване. Ето защо рейтингите са колективна работа при Fitch и нито едно лице, или група от физически лица, не са единствено отговорни за рейтинга.

Оценките не представляват препоръки за покупка или продажба, не притежават сигурност, нито пък коментират адекватността на пазарна цена. Fitch Ratings не разполагат с доверителни отношения с всеки емитент, абонат или всеки друг индивид. Нищо не е предназначено или трябва да се тълкува като създаване на доверителни отношения между Fitch Ratings и всеки издател, или между агенцията и всеки потребител на рейтинга. Fitch Ratings не предоставя за всяка страна финансови консултации или юридически, одиторски и счетоводни услуги и рейтингът не следва да се разглежда като заместител на такива съвети и услуги.

Оценки могат да бъдат променяни, квалифицирани, пуснати на оценка Watch, обзори, възложени, модифицирани или отнети в резултат

на промени, допълнения, липса на или недостатъчност на информацията.

Представеното дотук позволява формулиране на следните основни обобщения:

- В разработката са разгледани трите най-влиятелни рейтингови агенции поради факта, че нито един голям инвеститор не предприема действия (инвестиране) преди да се е допитал до „трите големи“.

- Периодите, методологията и принципите им на оценяване са сходни. S&P и Fitch използват еднакви буквени символи и модификатори, докато Moody's използва подобна на тях скала с други обозначения.

- Основната разлика между трите агенции е в посланието към инвеститорите. S&P и Fitch изразяват бъдещо мнение за кредитоспособността на емитенти, както и измерват вероятността за сигурност по подразбиране (S&P) и относителната способност (Fitch) да изпълнят финансовите си ангажменти. Moody's измерва очакваната загуба за инвеститорите в случай на неизпълнение.

### **РОЛЯ И ЗНАЧЕНИЕ НА МЕЖДУНАРОДНИТЕ АГЕНЦИИ ЗА КРЕДИТЕН РЕЙТИНГ**

Развитието на глобалната финансова криза постави агенциите за кредитен рейтинг (АКР) в центъра на дискусиите относно проблемите на финансовата система. Доскоро те се считаха за фактор, който способства за намаляване на информационните проблеми на кредитните пазари и за по-добри инвестиционни решения. Азиатската криза и някои големи корпоративни фалити в началото на десетилетието поставиха под въпрос адекватността на поставяните рейтинги. Сливът на ипотечните облигации, довел до сътресения на останалите финансови пазари и световна рецесия, стана повод за засилване на критиките. Агенциите, сочени за едни от най-големите виновници за кризата, са обвинявани, че преследвайки по-големи печалби са действали против интересите на инвеститорите и са генерирали системен риск.

Текущите проблеми с адекватността на кредитните рейтинги разкриха голямото значение, което те имат за нормалното функциониране на финансовите пазари. За емитентите, търсещи финансиране, те дават достъп до широки възможности за финансиране, по-ниска цена на капитала и по-голямо доверие от страна на техните контрагенти. За инвеститорите в дългови инструменти рейтингите дават оценка на техния кредитен риск, като намаляват информационната

асиметрия и така позволяват вземането на по-ефективни решения. Регулаторите на финансовите пазари използват кредитните рейтинги при рефинансиране на централните банки, определяне на капиталови изисквания, ограничаване на допустимите инвестиции и множество други дейности на финансовите институции. Стойността на рейтингите, съчетани с нормативните изисквания, обяснява съществената роля, която АКР играят на дълговите пазари, като от тяхната дейност са засегнати всички участници.

*На кого принадлежат?*

Според Вернер Рюгемер отприщването на финансовите пазари е предизвикано именно от подема на рейтинговите агенции, насърчаван най-вече от неолибералната политика<sup>1</sup>. Най-напред през 1975 г. американският Съвет за борсов надзор дава на "трите големи" т. нар. "знак за качество", който безусловно ги освобождава от отговорност при допускането на грешки. След това, през 1995 г., се променя начинът, по който се заплащат услугите на рейтинговите агенции - не клиентите, а кредитните институции и производителите на комплексни финансови продукти дължат вноските и така могат директно или индиректно да оказват влияние върху даваните становища.

Същевременно ни най-малко не бива да се игнорира обстоятелството, че собствениците на рейтингови агенции обичайно са и съсобственици на големи банки и международни концерни. "Стандарт енд Пуърс" например принадлежи на концерна "МакГроу Хил", който е собственик и на редица хедж-фондове. Фондовете на свой ред принадлежат на инвестиционни банки и други хедж-фондове. Този сложен пъзел де факто позволява да се дават високи оценки и на най-рисковите продукти, а самите рейтингови агенции така или иначе са освободени от отговорност, ако "пробутат" някой долнокачествен продукт.

### **Провали на международните агенции за кредитен рейтинг**

Доскоро битуваше мнението, че рейтингът има изцяло благотворен ефект, спестявайки огромни разходи на инвеститорите и премахвайки информационната асиметрия между контрагентите на финансовите пазари, като по този начин се улеснява до голяма степен вземането на инвестиционни решения. Азиатската криза и фалита на няколко големи корпорации в началото на десетилетието постави

---

<sup>1</sup>Вернер Рюгемер - германски философ: „Рейтинговите агенции - силата на капитала“.

въпроса доколко са адекватни оценките на агенциите. Те дори са сочени като един от основните причинители на кризата, тъй като в търсене на по-големи печалби са предоставяли нереални оценки и са действали против интересите на инвеститорите.

Всъщност ако се направи една равносметка, става ясно, че ролята и значението на агенциите за кредитен рейтинг са много по-големи отколкото сме си представяли.

Дълго време след създаването си рейтинговите агенции поддържат висок авторитет и сравнително точно оценяват платежоспособността на клиентите си. Със засилване на глобализацията и повишаване на динамиката в икономическия живот през последните 20 години стана все по-ясна невъзможността да се дават точни и навременни кредитни оценки. Това добре се илюстрира от Азиатската криза, започнала в средата на 1997 г. До края на годината агенциите поддържат инвестиционен рейтинг на засегнатите страни. Корекциите на тези рейтинги впоследствие допринася за задълбочаването на кризата, тъй като довежда до значително покачване цената на външното финансиране. Оправданието в случая е, че азиатските емитенти се оценяват в сравнително кратък период и натрупаните исторически данни не са достатъчни за надежни рейтинги. Освен това надеждността на данните, с които боравят агенциите, не е особено висока, тъй като стандартите на местните финансови пазари и качеството на финансовите отчети на компаниите не са на нивото на развитите страни. Такова едно изкривяване на изходните данни несъмнено води до изкривяване и на получената оценка. Остава въпросът защо агенциите не са се съобразили с големия риск от неточен рейтинг и просто не са се отказали да оценяват азиатските компании и правителства.

И ако проблемът с „азиатските тигри“ е следствие от недобра запознатост с икономическите условия и финансовите пазари, то фалитът на няколко големи компании в началото на 21 век хвърля огромни съмнения върху дейността на рейтинговите агенции. Първият такъв случай е през 2001 г., когато Enron фалира. Въпреки че от месеци личат ясни сигнали за изпадане в неплатежоспособност, компанията до последно има инвестиционен рейтинг. През 2002 г. агенциите присъждат инвестиционен рейтинг на Worldcom два месеца преди фалита, а през следващата година на Parmalat - 18 дни преди фалита. В свое оправдание този път агенциите посочват, че са били подведени от предоставените им данни. Въсъщност те нямат правомощия да проверяват достоверността на предоставените им данни и разчитат изцяло на добросъвестността на емитента.

В практиката си агенциите променят даден рейтинг на малки стъпки, следвайки т. нар. политика на „независим от цикъла рейтинг“. Същността на тази политика се изразява в това, че рейтингите трябва да останат стабилни независимо от временните изменения във финансовото състояние на емитента. Идеята е да се оцени вероятността от фалит в дългосрочен план, което най-добре отговаря на изискванията на инвеститорите. Проблемът е, когато измененията са големи, а рейтингите изостават от реалната ситуация. Тогава те са напълно неадекватни и изкривяват инвеститорските решения.

С настъпването на световната финансова криза ролята на агенциите за кредитен рейтинг става все по-голяма. Техните рейтинги се цитират всеки ден, а пазарите реагират мигновено. Не липсват и скандали, като тези с инвестиционна банка Lehman Brothers и застрахователния гигант AIG. И двете компании получават инвестиционен рейтинг преди първата да фалира, а втората да бъде спасена от фалит. И ако грешките с кредитните оценки по корпоративните облигации са изключение, то оценяването на базираните на рискови ипотечни ценни книжа се оказва най-големият провал на агенциите. С развитието на кризата се намалява рейтингът на ценни книжа на стойност над 3 трлн. долара, които преди това имат инвестиционен рейтинг. Особено проблемни са CDOs, като за периода 2006 - 2007 г. на 44% от емисиите им е понижен рейтингът от инвестиционен на спекулативен, включително и в неплатежоспособност. Това масово сваляне на рейтингите говори за прилагането на грешна концепция за измерване на кредитния риск от страна на агенциите.

### **Причини за грешките на международните агенции за кредитен рейтинг**

Обобщено причините за грешките на агенциите за кредитен рейтинг могат да се представят в няколко направления.

- Бизнес моделът „емитентът плаща“ няма как да не доведе до конфликт на интереси. Агенциите присъждат по-високи рейтинги с цел да задържат настоящите си клиенти, както и да привлекат нови. Това противоречи на изискванията на инвеститорите за адекватна оценка на риска. Проблемът се утежнява при структурираните финансови инструменти, чиито емисии се контролират предимно от инвестиционните банки, а те от своя страна осигуряват голяма част от приходите на рейтинговите агенции.

- Липсата на правомощия от страна на агенциите относно проверката на достоверността на данните, предоставени от емитента. Така съществува риск от укриване на неблагоприятна информация и надценяване на рейтинга.

- Липсата на конкуренция. В световен мащаб действат три големи компании, които имат над 90% дял от пазара на рейтинги. По този начин те лесно биха сключили картелно споразумение с цел поддържане на монополно високи цени на услугите и провеждане на координирана политика за сегментиране на пазара.

- Подходът „независими от цикъла рейтинги“ е в основата на бавната реакция на рейтингите спрямо съществените изменения във финансовото състояние на емитента. Проблемът се задълбочава при все по-бързо променящите се пазарни условия.

- Статусът на квазирегулаторни органи. Регулаторните органи използват кредитните рейтинги при надзора на финансовите институции. Така например на застрахователните компании и пенсионните фондове на паричния пазар им е позволено да инвестират в дългови инструменти с инвестиционен рейтинг от призната рейтингова агенция. По този начин агенциите придобиват регулаторна власт и могат да повлияят върху решенията на инвеститорите.

- Съчетаване на рейтингови с консултантски услуги. В практиката агенциите консултират емитентите за това какви действия да предприемат, за да получат по-висок рейтинг. Така те си правят самооценка и оценката им не може да се определи като независима.

- Липса на алтернативни оценки. В редица случаи рейтингите са единствената оценка за кредитния риск на инструментите. Това важи най-вече за структурираните финансови инструменти, за които отсъства вторичен пазар или ако има такъв, той е с много ниска ликвидност. В този случай инвеститорите нямат друга алтернатива и трябва да се доверят на точността на рейтинга.

- Използване на непълни математически модели. Събитията по време на кризата показват, че в повечето случаи се използват непълни модели. Така не се отчита наличието на асиметрия на информация между заемателите, банките, отпускатели заеми, финансовите институции, които ги секюритизират, рейтинговите агенции и инвеститорите.

- Липсваща или неефективна регулация на дейността на рейтинговите агенции. Дълго време дейността на агенциите не е била регулирана и се е разчитало на саморегулация. Едва през последните

години е въведена по-строга регулация, но резултатите от нея все още не са задоволителни.

### **Монопол на международните агенции за кредитен рейтинг**

„Голямата тройка“ агенции за кредитен рейтинг Moody's, Standard & Poor's и Fitch са мощен монопол и много влиятелен участник в света на финансите. От 1975 г. същите тези рейтингови агенции трупат мощност с помощта от правителството на САЩ. Чрез Комисията по ценни книжа и фондови борси (SEC) на преден план излизат частни фирми, които заедно са писали правилата така, че тези агенции за кредитен рейтинг да могат да имат по-голяма роля на финансовите пазари за инвестиционни възможности (като например пенсионните фондове да могат да инвестират само в „инвестиционен клас“ ценни книжа, предоставени от „голямата тройка“).

За да се предотврати навлизането на нови компании, които не са одобрени от правителството на САЩ да прилагат подобни кредитни рейтинг услуги, се създава партньорство между правителството на САЩ и частни компании, наречено „признати рейтингови ръководства“ с цел да се защитава „голямата тройка“. Цената, която агенциите трябва да платят, е високи кредитни оценки, т.е. „инвестиционен клас“. SEC създава „национално признати статистически рейтинг организации“ (NRSRO), за да придаде още по-голяма тежест на агенциите. Това е началото на монопола за кредитен рейтинг, подкрепен от правителството на САЩ и специалните интереси на частни компании, неодобрени от правителството. Така е създадена една среда, в която трите агенции са лишени от всякаква форма на конкуренция, защото дългът е оценен от държавните стандарти на САЩ, който изисква кредитните рейтинги от NRSRO.

Водещата роля при формирането на кредитния рейтинг на стопанските субекти често ги поставя в центъра на вниманието на световната общественост. Интересът към дейността на тези агенции се засили през последните години, когато редица големи компании и изпаднали във финансово затруднение държави станаха свидетели на драстично понижение на рейтингите си. Това доведе до повишаване на политическия и обществен натиск върху рейтинговите агенции, повдигайки въпроси за характера на тяхната дейност и методите, които използват. Въпреки че ползите за пазара от съществуването им са безспорни, рейтинговите агенции често са обект на критики. Въпросът е дали тези критики са наистина основателни и от какво са подтикнати?

Доверието към кредитните агенции, на прогнозите, на които доскоро вярваха без съмнения, стремително пада надолу. По техен адрес все по-често звучат обвинения в необоснованост на решенията и едва ли не в манипулиране на пазара. Агенциите обаче продължават да действат без да променят курса на работа.

Рейтинговите агенции могат да се нарекат „главни маркет-мейкъри“. Така на професионалния език на борсите се наричат онези компании, които определят движението на фондовите индекси. Констатира се, че S&P, Moody's и Fitch се презастраховат като предварително подлагат на преразглеждане рейтингите на компаниите и цели страни – обикновено с негативна прогноза. Например понижаването на рейтинга на Португалия с четири стъпки до нива junk („боклук“), както и рейтинга на Гърция, които бе свален до нивото на кредитната оценка на Египет, изостри обстановката на Стария континент. Причината е, че заради по-ниския рейтинг въпросните държави, първо, по-трудно ще пласират дълг на международните пазари, и второ - ако все пак емитират облигации, те ще бъдат по-скъпи заради по-високата рискова емисия, която плащат инвеститорите. Рейтинговите агенции не само правят обслужването на дълга по-трудно, но и нанасят големи вреди на финансовите пазари. Борсите по света изключително много се влияят от корекциите в рейтинга и намаляването на рейтинга на която и да е страна в Еврозоната води до поевтиняване на еврото и облигациите на всички останали страни от валутния съюз. Поради тази демонстрация на сила от страна на „трите големи“ властите в Европа все по-активно се изказват в полза на създаването на своя рейтингова агенция и промяна на „правилата на играта“.

Деятелността на рейтинговите агенции всъщност е класически пример за конфликт на интереси. Причината е, че за присъдения рейтинг те получават пари. И това е бизнес като всеки друг, така че държавите избират на кои агенции да си плащат, за да им формират рейтинг. И тук се завърта порочният кръг. За да емитира една държава или компания облигации, тя трябва да има присъден международен кредитен рейтинг. В противен случай не може да се финансира с дълг. За тази цел обаче тя трябва да плати на някоя от основните три международни рейтингови агенции да ѝ направи рейтинг срещу определена сума. И какво се получава - в един момент страната получава негативни оценки за кредитоспособността си, но си и плаща за тях. За 2010 г. приходите на Moody's от предоставянето на консултантски услуги надхвърлят 2 млрд. USD. Подобни са финансовите резултати и на S&P и Fitch.

Проблемите обаче не се свеждат само до това. За да бъде още по-конфликтна цялата ситуация големите портфейлни инвеститори (например пенсионните и застрахователните фондове) по закон са задължени да инвестират в държавни или корпоративни облигации с инвестиционен рейтинг. Така, ако оценката на дадена държава или компания падне под това ниво, т. е. вече има неинвестиционен рейтинг, големите инвеститори разпродават и не купуват от тези облигации. В резултат тези книжа рязко поевтиняват. Парадоксите обаче продължават - трите агенции, които са конкуренти, си присъждат една на друга рейтинги. S&P заплашват Moody's, че ще им намалят рейтинга, който е най-високият възможен - AAA. Това се случва след като САЩ предприемат законодателни промени, с които дават право на инвеститорите да съдят рейтинговите агенции за невярна информация. Още може да се вземе предвид фалитът на Lehman Brothers (15.09.2008 г.), притежаваща A1 рейтинг - четири стъпки под най-високия възможен. И след това светът изпадна в безпрецедентна финансова криза, която извади наяве дефектите на рейтинговите агенции. След фалита на Lehman Brothers финансистите, банкери и политици се питат дали оценките на агенциите не са балони. И положителният отговор всъщност не е грешен. Списъкът продължава с намаления рейтинг на Япония през 2000 г. Тогава отново Moody's предизвиква вълна от негодувание след като оценката на втората по големина световна икономика се доближава до тази на Ботсвана. Показателна е и случката с енергийната компания "Enron". Повишаването на рейтинга ѝ предизвиква серия от корпоративни фалити в САЩ. По-късно се оказва, че одиторската компания Ernst&Young (един от "четирите големи" одитори в света) и Arthur Andersen са участвали в манипулирането на счетоводните отчети на компанията. А всъщност финансовите резултати на компанията са много по-добри от реалното ѝ състояние.

Агенциите за кредитен рейтинг играят важна роля на световните пазари на ценни книжа и на световните банкови пазари, тъй като техните кредитни рейтинги се използват от инвеститорите, заемателите, емитентите и правителствата в рамките на процеса на вземане на информирани инвестиционни и финансови решения<sup>2</sup>. Поради това кредитните рейтинги имат значително влияние върху функционирането на пазарите и доверието на инвеститорите и потребителите.

---

<sup>2</sup> Assenova-Velikova, M. G. (2017). Investment and stock intermediation in Bulgaria. X Международная конференция „Инновации в технологиях и образовании” (КузГТУ) г. Белово, 2017, Сборник статей часть 3, с.75-78.

Следователно е от съществено значение дейностите по определяне на кредитен рейтинг да се осъществяват в съответствие с принципите на добросъвестност, прозрачност, отговорност и добро управление, за да се гарантира, че така определените кредитни рейтинги са независими, обективни и с подходящо качество. В момента повечето агенции за кредитен рейтинг имат седалища извън Евророната. Повечето държави-членки не регулират дейностите на агенциите за кредитен рейтинг или условията за присъждане на кредитни рейтинги. Независимо от голямото им значение за функционирането на финансовите пазари, агенциите за кредитен рейтинг са подчинени на общностното право само в ограничени области.

### **Роля и значение на „трите големи“ в световната финансова криза. Кризата в САЩ**

Световната финансова криза (2008-2011 г.) избухва в САЩ като ипотечна и постепенно прераства във финансово-икономическа, обхващайки и засягайки всички страни и световната икономика. По мащаби и обхват е сравнима и съпоставима с Голямата депресия от 1929 г. Изразява се във всеобщ спад на производството, намаление на потреблението и търсенето с понижение на цените на суровините, последвано от нарастваща безработица. Според специалната комисия към Американския конгрес, съставена да изясни причините за финансовата криза, тя е можело да бъде избегната, ако американските държавни регулатори, мениджърите на корпорациите и инвеститорите на "Wall Street" са действали добросъвестно. Това е водещото заключение от доклада на комисията.

Адекватността на кредитните рейтинги е от ключово значение за нормалното функциониране на дълговите пазари. Провалите на агенциите за кредитен рейтинг засилват негативните ефекти от глобалната финансова криза като генерират допълнителен системен риск. За грешките на агенциите могат да се изведат множество причини, свързани с бизнес моделите, конфликтите на интереси и отсъстващите или неефективни регулации на тяхната дейност. Според множество експерти „най-адекватното решение е в подобряването на регулаторните практики, съчетано с ограничаване на регулаторния статус на рейтинговите агенции”. Развитието на глобалната финансова криза постави агенциите за кредитен рейтинг в центъра на дискусиите относно проблемите на финансовата система. Те се считат за фактор, който способства за намаляване на информационните проблеми на кредитните пазари и за по-добри инвестиционни решения.

Сривът на ипотечните облигации, довел до сътресения на останалите финансови пазари и световна рецесия, стана повод за засилване на критиките. Агенциите, сочени за едни от главните виновници за кризата, са обвинявани, че преследвайки по-големи печалби са действали против интересите на инвеститорите и са генерирали системен риск. САЩ преживяват един от най-мощните икономически сривове с фалита на "Enron" - водещата енергийна компания, отличникът на Wall Street. Колапсът на компанията струва на нейните акционери повече от 60 млрд. долара. Над 5 600 работници и служители губят работните си места, а повече от 2 млрд. долара изгарят в пенсионните фондове. През следващите 5 години прокурорите се опитват да определят кои точно закони са били погазени при фалита на "Enron" и кой трябва да понесе отговорността. В процеса двамата шефове твърдят, че престъпления няма и че те са най-малко виновни. Съдебните заседатели обаче преценят, че именно двамата ръководители са били хората, които е трябвало и са знаели най-добре какво става в компанията-гигант. В крайна сметка Кенет Лей и Джефри Скилинг са осъдени и този факт носи ясно послание към висшите мениджъри в корпоративния свят - че всеки в САЩ, независимо колко влиятелен или богат е, ще бъде държан отговорен за всяка измама или форма на корупция. По-малко от година преди краха "Enron" е в своя зенит. Историята на енергийното предприятие, което Кенет Лей създава през 1985 г. чрез сливането на две газови компании и което впоследствие се превръща в седмото най-голямо предприятие в САЩ, бе сочена като христоматиен пример за осъществената американска мечта.

Главоломният ръст на компанията започва от 1996 г. Борсовата ѝ стойност нараства с 50 милиарда долара. В продължение на 20 поредни тримесечия фирмата регистрира все по-големи печалби. Джефри Скилинг е наречен чудотворец и откривател на нов предприемачески модел. "Enron" се носи със славата за "предприятието с най-големи нововъведения". Стратегията на Скилинг се свежда до отделяне на активите, които не са абсолютно задължителни за бизнеса, и влагането им в други начинания. Всъщност фирмата представлява сбор от няколкостотин абсолвенти на елитни американски университети, мениджъри и една онлайн платформа, която посредничи между продавачи и купувачи на природен газ и петрол. Докато онлайн търговията с енергия върви добре, интернет порталите, на които се търгуват мощности за пренос на информация, не носят нито цент. Този факт обаче не смущава никого, защото предприятието регистрира все по-големи печалби. Два месеца по-късно "Enron" за пръв път обявява

загуби. След седмица Комисията по ценните книжа и фондовите борси започва да разследва фирмата. Унищожени са хиляди документи и електронни съобщения, свързани с дейността на дружеството. На 8.11.2001 г. ръководството на "Enron" признава, че от 1997 г. насам е надписало продажбите си с \$586 млн. Доверието на заемодателите и клиентите е подкопано, компанията банкрутира и освен финансови последици това предизвика енергийна криза в няколко района на Америка. Чак след краха става ясно, че едва ли някой е разбирал с какво всъщност се е занимавала "Enron" и че много от дейностите ѝ изобщо не са били печеливши. Чак тогава на бял свят се появяват данните за продължителни финансови машинации и фалшификации на счетоводни отчети, чрез използването на партньорства, за да се укрият над 1 милиард долара дългове и да се раздуват печалбите. Чак тогава акционерите на компанията разбират, че тя е създала близо 3 500 дружества с фантастични имена като "Междузвездни войни" и "Джурасик парк", които дават възможност да се извършва двойно счетоводство и да се прикриват дългове и загуби. През зимата на 2001 г. става ясно още, че преди пълното сгромолясване на американската енергийна корпорация група от 29 административни директори, между които и председателят на компанията Кенет Лей, са започнали да продават акциите си, от което са спечелили 1.1 милиарда долара. А по същото време са заблуждавали инвеститорите, че всичко е наред. Междувременно Демократическата партия в САЩ придава политически оттенък на скандала. В хода на разпитането на аферите обаче се огласяват факти, че корпорацията е правела дарения и на Републиканската, и на Демократическата партия. Но това, което стана безспорно ясно е, че в корпоративна Америка шефовете на публичните компании не могат да манипулират и да правят каквото си искат на гърба на акционерите. Докато при азиатската финансова криза и сътресенията през 2001-2003 г. има и обективни причини за неправилните решения на МАКР, глобалната финансова криза от последните години доказва, че проблемът с неточността на кредитните рейтинги може да се дължи и изцяло на техни грешки. През септември 2008 г. фалира Lehman Brothers, като рейтингът на инвестиционната банка е инвестиционен (А-). Застрахователят АIG има същия рейтинг (А-), когато е спасен от фалит чрез финансова помощ от държавата. И в двата случая не са констатирани измами и представяне на погрешна информация, компаниите са публични и функционират на най-развития финансов пазар, с най-високи стандарти за прозрачност и влошаването на финансовото им състояние не е временно, а трайно. В тези случаи

грешката на рейтинговите агенции е безспорна. Американската застрахователна компания AIG губи милиарди долари. Крайно негативната серия започва още през 2008 г., когато AIG губи 1 млрд. долара в рамките само на три месеца. Една от причините за тежкия удар идва от лошите резултати на звеното за лизинг на самолети (ILFC). Още по-тежък удар AIG претърпява след спада на акциите на азиатския застраховател AIA.

Освен всички други загуби AIG е дала и 574 млн. долара за покриване на щетите от урагана "Айрин" и тропическата буря "Лий". AIG е възнамерявала да покрие 50 млрд. долара от тези средства чрез първично предлагане на акции на ILFC, както и чрез продажба на акции от AIA, но заради загубите точно по тези две пера това не се е получило. В момента САЩ има 77% дял в AIG, която някога беше най-голямата застрахователна компания в света.

Финансовата група Lehman Brothers Holding Inc е прибъгвала до счетоводни манипулации и е била в несъстоятелност седмици преди официално да обяви фалит през септември 2008 г. Това е поредното обстоятелство около краха на финансовата група, който задълбочи световната финансова криза. Всъщност ръководителите на Lehman Brothers не са нарушавали явно задълженията си. Установено е наличието на данни за манипулация, известна като "репо 105", която е била използвана с единствената цел да манипулира балансите на Lehman Brothers. Манипулацията е била използвана без да се съобщава на инвеститорите или на регулаторните органи като се създава усещането, че Lehman Brothers е понижавала общите си нива на ливъридж през 2008 г., а в действителност това не е било така. Това погрешно впечатление отчасти е довело до фалита на компанията. Най-значителният провал на МАКР е оценяването на базираните на рискови ипотечни ценни книжа, и най-вече на обезпечени дългови задължения (Collateralised debt obligations, CDO). В средата на 2007 г. Moody's и Standard and Poor's намаляват рейтинга на структурирани финансови инструменти (СФИ) на стойност 26.7 млрд. долара, които са емитирани през 2006 г. Някои от тях са старши траншове, които са имали рейтинг AAA, а голяма част от останалите са били с инвестиционен рейтинг. До края на годината агенциите намаляват рейтингите на книжа за още 69 млрд. долара и поставят под наблюдение инструменти за 105 млрд. долара. С развитието на кризата намаляването на рейтингите в глобален мащаб засяга емисии за 3 трлн. долара. Особено проблемни са CDO. За периода 2006 – 2007 г. 66% от емисиите са с намален рейтинг, като при 44% свалянето на рейтинга е от

инвестиционен в спекулативен, включително и в неплатежоспособност. Такова масово и значително намаляване на рейтинги само 1-2 години след тяхната емисия исторически не е наблюдавано при други инструменти и очевидно говори за съществени грешки при оценяването. Провалът се засилва от факта, че повечето СФИ са емитирани с консултациите на рейтинговите агенции, така че да имат определен постоянен рейтинг (най-вече инвестиционен). Свалянето на рейтинга е свидетелство за напълно погрешните концепции за измерване на кредитния риск, които агенциите са прилагали.

„Рейтинговите агенции са последните, на които трябва да се вярва”, твърди Paul Krugman. Той показва всъщност истинските виновници за кризата в Щатите. Преди да понижи американския дълг S&P изпраща на финансовото министерство копие от своето съобщение за печата. Специалистите там бързо откриват грешка от 2 билиона в изчисленията. След известна дискусия от S&P признават, че са сбъркали - но така или иначе понижиха Америка, след като махнаха част от икономическия си анализ. Администрацията на Обама порица решението на рейтинговата агенция чрез тогавашния министър на финансите Тимъти Гайтнър, който заяви, че S&P е взела „ужасно решение“, а президентът Обама иска да намали значението на присъдата на S&P в обръщение към нацията. S&P защити решението си, дори след като призна грешката в изчисленията. Оценките на Moody's и Fitch не съвпаднаха с понижението на S&P.

„Колкото повече правителството има власт и се меси в решенията на рейтинговите агенции, толкова повече те ще раздават щедро рейтинг на суверена“ – Sebastian Mallaby, Съвет за външни отношения. Joseph Stiglitz заявява: "Аз гледам на рейтинговите агенции като на един от основните виновници ...“.

Спекулантите на фондовите пазари използват думата "crash" (срив, крах), за да означат внезапно и силно поевтиняване на акциите. На практика това определение се прилага, когато котировките са се понижали с над 20 процента за няколко дни. Неадекватна регулация направи кредитните рейтинги критичен елемент на финансовата система, без да въведе механизми за гарантиране на тяхната обективност. Това създаде условия за появата на редица конфликти на интереси. Неизбежно процесът завърши с глобална финансова криза, която направи критичен въпроса за решаване на проблемите, свързани с дейността на МАКР. Въведените по-стриктни регулации могат да бъдат отговор, само ако бъдат съпроводени с мерки за по-голяма значимост на алтернативите на кредитните рейтинги. Спасителните програми на

Федералния резерв са много по-мащабни и по-глобални от очакваното. FED стана дилър от последна инстанция. Особено след като се разбра, че спасителните пари на Федералния резерв далеч не са били за ограничено ползване на американските банки, а са потекли във всевъзможни сектори и страни. FED е принуден от Конгреса да разкрие данни за използването на формата на нови ипотечни книжа, които буквално да наводнят системата, нещата щяха да са наистина катастрофални. Разкритията водят до серия от критики към политиката на FED главно поради факта, че финансирането е било предоставяно при изключително ниски лихви. Друго от обвиненията е, че често пъти средствата са се отпусkali срещу обезпечения с не съвсем първокласно качество. Критиците на FED изтъкват, че причината цената на токсичните активи, с които FED се напълни, да се стабилизира са именно покупките на централната банка. Това обаче не ги прави по-малко токсични и вероятността те да донесат загуби е огромна. Хедж фондове, пенсионни фондове и други инвеститори дължат на FED около 25 млрд. долара, някои от които са обезпечени с рискови ипотечни облигации (subprime). Посочва се, че в баланса на централната банка все още фигурират книжа за 66 млрд. долара, обвързани с проблемните Bear Stearns и AIG, като застрахователната компания има да изплаща и кредитна линия за 20 млрд. долара. Отделно от това данните повдигат и друг въпрос – за значителната субсидия, предоставена на редица от компаниите, които всъщност са започнали кризата. Посочва се, че за този период средно на ден са били отпускани по 100 млрд. долара при лихва от 2.5%, докато при замръзналите тогава пазари и съмнителното качество на някои от предоставените обезпечение лихва от 10% би била напълно резонна В публикация за Financial Times преподавателят от Университета на Сан Диего Frank Partnoy пък изтъква и друга любопитна подробност. „Внимателното проучване на данните показва, че финансирането на чуждестранни институции всъщност е започнало доста преди фалитът на Lehman Brothers да отприщи кризата“. Partnoy напомня, че представителите на FED са твърдели, че до есента на 2008 г. не са осъзнавали необходимостта от широко мащабна намеса на финансовите пазари. Председателят на FED Бен Бърнанке също твърди, че „единственият начин да спасим Lehman беше да нарушим закона“. Въпреки това таблиците на FED опровергават тези твърдения. Данните показват, че FED е кредитирал изобилно на външните пазари през 2007 г., а в началото на 2008 г. - и на местния пазар към инвестиционни банки, включително и Lehman. Същевременно обаче част от анализаторите изтъкват, че степента на глобализацията на световната

икономика е вече толкова голяма, че на практика FED е трябвало да финансира и чуждестранни институции, за да гарантира стабилността на американския пазар.

### **Кризата в Европа**

В Европа критиката е фокусирана върху държавния дълг, а не върху частните ипотечни ценни книжа. Правителствата на ЕС и политиците на ЕЦБ обвиняват „голямата тройка“ в прекалена агресивност при оценяването на кредитоспособността на страните от Еврозоната, което изостря финансовата криза. Те твърдят, че неправомерно поставените отрицателни оценки на Гърция, Ирландия, Португалия и Испания, всяка една от които е получила спасителен план от ЕС и МВФ (общо на стойност \$145 млрд), ускорява кризата с държавния дълг. Решението на S&P през април 2010 г. да понижи кредитния рейтинг на Гърция до статут „боклук“ отслабва доверието в инвеститорите и вдига цената на кредита.

Що се отнася до критиките от страна на ЕС, че Standard & Poor's е трябвало да изчака, докато се задейства спасителния план, преди да даде оценката си за Гърция, според Martin Winn<sup>3</sup> агенцията не очаква този спасителен план да доведе до подобряване в краткосрочен план. Той твърди, че агенцията се фокусира в дългосрочен период, а също така и допуска, че номиналният БВП на Гърция няма да възвърне нивото си от 2008 г. до 2017 г.

В същия дух са и изказванията на европейските политици относно друга силно засегната държава от кризата - Португалия. Jose Manuel Barroso<sup>4</sup> заявява: „С цялото ми уважение към тези рейтингови агенции, нашите институции са малко по-запознати със ситуацията в Португалия, нашите резултати са по-обосновани“. Смята също, че решението на Moody's да понижи рейтинга на Португалия с четири стъпки, и поддържането на негативна перспектива, подхранват спекулациите на финансовите пазари. Wolfgang Schaeuble<sup>5</sup> твърди: „Ние трябва да прекъснем олигопола на рейтинговите агенции“ и че понижаването на кредитоспособността на Португалия е напълно неоправдано при настоящите обстоятелства, когато страната е предприела стъпки за вкарването на финансите си в ред.

През януари 2012 г., когато разходите по заемите продължават да нарастват в Еврозоната, S&P понижава кредитния рейтинг на девет

---

<sup>3</sup> Martin Winn - вицепрезидент по комуникациите в S&P за Европа.

<sup>4</sup> Jose Manuel Barroso - бивш председател на Европейската комисия.

<sup>5</sup> Wolfgang Schaeuble - финансов министър на Германия.

държави, оставяйки единствено Германия с рейтинг „AAA“. През декември 2013 г. S&P понижава рейтинга на ЕС като цяло, което предизвиква силни протести от страна на европейските чиновници, които посочват трудните бюджетни реформи като доказателство, че Съюзът ще отстоява своите финансови задължения.

Финансовата криза разкри сериозни слабости не само във финансовия надзор, но и по отношение на финансовата система като цяло. Европейската комисия застана начело на основна промяна на финансовия надзор в Европа с цел да се създаде по-ефективна, интегрирана и устойчива Европейска система на надзор. Основните елементи на предложената реформа са:

1. Създаването на Европейска система за финансов надзор (ЕСФН), която се състои от мрежа от национални органи за финансов надзор, работещи съвместно с новите европейски надзорни органи, създадени чрез преобразуването на съществуващите Европейски комитети на надзорните органи в Европейски банков орган, Европейски орган за ценни книжа и пазари (ЕОЦКП) и Европейски орган за застраховане и професионално пенсионно осигуряване (ЕОЗППО), като по този начин ще се съчетаят предимствата на всеобхватната европейска рамка за финансов надзор с експертния опит на местните органи.

2. Създаването на Европейски съвет за системен риск (ЕССР), който ще оценява и следи за потенциални заплахи за финансовата стабилност, породени от макроикономическата конюнктура и от промените във финансовата система като цяло. За тази цел ЕССР ще осигурява ранно предупреждение относно евентуални рискове за цялата система и при необходимост ще издава препоръки за предприемане на действия по отношение на тези рискове.

От своя страна през 2011 г. ЕК разработва проект за реформа на работата на МАКР като обединява различни инициативи:

1. Ограничаване на продължителността на работа с емитенти на ценни книжа. Емитентът да работи с една кредитна агенция не повече от три години, т.е ротация на рейтинговите агенции.

2. Забрана от страна на ЕОЦКП за поставяне на кредитен рейтинг на страни, получаващи помощ от стабилизиращия фонд на ЕС.

3. Прозрачност при изчисляване на кредитния рейтинг - публикуване след края на европейските фондови борси, но не по-късно от един час преди тяхното затваряне.

4. Обединеното кралство от своя страна предлага по-крайна мярка - създаването на независим конкурент на американските монополисти.

Още на следващата година ЕС решава да смекчи действията си във войната срещу „трите големи“ като променя срока при първата инициатива за ротация от три на шест години. Чиновниците се опасяват от подкопаване на доверието в инвеститорите и увеличаване на нестабилността на пазара.

Освен затягане на финансовия надзор Европа иска да прекъсне монопола на трите основни агенции за кредитен рейтинг. Европейският орган за ценни книжа и пазари (ЕОЦКП) предупреждава американските агенции за кредитен рейтинг, че ще трябва да играят по правилата на ЕС, ако искат лиценз за продължаване на работата в рамките на блока. „Всеки знае, че след кризата имаше голям проблем с рейтинговите агенции, както и че е имало конфликт на интереси“, казва Philip White<sup>6</sup>. Той визира структурата „емитентът плаща“, при която емитентът на облигациите плаща на рейтинговите агенции за първоначалния рейтинг, както и за текущите рейтинги. И все пак добавя, че понякога е трудно да се разграничи какво казват политиците за поведението на агенциите преди финансовата криза и това, което казват сега покрай неволите с държавния дълг – „Или политиците искат независими агенции и добра работа при рейтинговането, или искат от тях да бъдат политически марионетки, които отговарят на европейския политически натиск“.

### ***За и против създаване на Европейска агенция за кредитен рейтинг***

Много политици, включително Jean Claude Juncker, председател на групата на финансовите министри от еврозоната, подкрепят предложението за създаване на Европейска агенция за рейтинги със седалище Франкфурт на Майн. Идеята обаче не се приема радушно от всички, като някои финансисти смятат, че нова рейтингова агенция не е отговор на финансовата криза в Еврозоната. Nikola Veron<sup>7</sup> посочва: „Аз не съм сигурен какво точно се цели. Ако това е контролирана държавна рейтингова агенция за създаване на държавен монопол, ще бъде трудно да се изгради доверие и като цяло да стартира“. Philip White също смята, че няма нужда от такава агенция и че по-скоро ЕС е ядосан на рейтинговите агенции за понижаване на държавния дълг и търси начин да ги спре. От своя страна Andreas Dombret от Bundesbank заявява: „По мое мнение, по-важно от изграждането на още една рейтингова агенция е да се намали прекомерната зависимост от кредитните рейтинги“. Той също смята, че една нова европейска агенция за кредитен рейтинг може

---

<sup>6</sup> Philip White - старши научен сътрудник в Центъра за европейска реформа в Лондон.

<sup>7</sup> Nikola Veron - старши сътрудник в Европейския мозъчен тръст Bruegel.

да се окаже под същия частен или политически натиск като натискът, оказван върху вече съществуващите агенции, т.е задачата на новата рейтингова агенция не може да бъде „да се раздават“ благоприятни кредитни рейтинги.

### **Отношенията между Русия и Китай от една страна и МАКР от друга страна**

Втората част на студената война е в ход след като руският президент Владимир Путин е демонизиран от западните медии през последните години. „Голямата тройка“ действа в съответствие с външната политика на Вашингтон. Суверенният кредитен рейтинг на Русия постоянно е намаляван като държи нива „боклук“ според водещите кредитни агенции. Оттук възникват въпросите: „Политически мотивирани ли са тези оценки?“ и „Кой се оценява - Путин или Русия?“. Пред RT News руският министър на финансите Anton Siluanov казва: „Ходът на S&P беше прекалено песимистичен и не взе под внимание силните страни на руската икономика“. В същото време Путин не спира с опитите за независима икономически страна от Запада, след като страната му все по-често страда от западните санкции. За да гарантира стабилността на националната валута президентът на Русия няма да използва оценките на S&P, Moody's и Fitch. За тази цел той създава собствена агенция под името Analytical Credit Rating Agency (ACRA).

Руското правителство на няколко пъти е изразявало недоволство и несъгласие със западните рейтингови агенции и анализатори. Когато всички тези усилия се оказват напразни, Кремъл въвежда нови правила и нарежда на международните кредитни агенции да оценяват под контрола на Москва. Принудени да нарушат санкциите, Moody's и Fitch реагират като анулират всички кредитни оценки на руските компании, а S&P продължава преговорите с Централната банка на Руската федерация.

Рейтингите на национално ниво оценяват кредитоспособността на емитентите и финансовите задължения в рамките на страната. Според законодателни промени от 2017 г. Москва позволява на агенциите да присъждат местни рейтинги само чрез дъщерно дружество в страната, което трябва да покрие определени условия, включително да гарантира, че няма да променя рейтингите заради външен политически натиск.

Moody's обяви, че се оттегля от пазара в Русия, съобщава Financial Times. Международната компания няма повече да присъжда рейтинги на руски компании заради „законодателни промени и други потенциални рестрикции“, които накърняват бизнеса по предоставяне

на местни рейтингови оценки чрез джойнт венчъра в страната Moody's Interfax Rating Agency.

Решението на Moody's маркира най-драстичната реакция до този момент срещу новите регулации в Русия върху агенциите за присъждане на кредитни рейтинги. Това подчертава риска, че местните финансови пазари могат да станат по-изолирани от международните на фона на ответните западни санкции срещу Москва.

Китай от своя страна предложи друга алтернатива, която може да стопи донякъде олигополния характер на действията на трите най-големи рейтингови агенции - китайската рейтингова агенция Dagong. Китай от известно време призовава да се създаде алтернатива на "голямата тройка". Там от 1994 г. действа компанията Dagong Global Credit Rating, която се опитва да конкурира големите агенции за кредитен рейтинг. Конкретна мярка на това е понижената оценка за книгата по дълга на САЩ от „А+“ на „А“ с отрицателна перспектива. Агенцията, която има различна методология от методологията на Standard and Poor's, Moody's и Fitch, е създадена в средата на 90-те години, когато Китай решава да навлезе в сектор, монополизиран от англосаксонските агенции. През 2010 г. Dagong се отличава от останалите рейтингови агенции като заявява, че САЩ са заплашени от фалит. Изчисленията на агенцията показват, че САЩ трябва да предприемат мерки за съкращаване на дълговете си с поне 4 трлн. долара през следващите пет години, за да могат да поддържат настоящата си задлъжнялост. След направената оценка Китайската централна банка обявява, че ще продължи да диверсифицира инвестициите си в чуждестранна валута заради продължаващия риск върху щатския долар. Китай е най-големият притежател на държавни облигации на САЩ. Не се очаква решението на Dagong да предизвика никакви ефекти на облигационния пазар с оглед на факта, че повечето инвеститори разчитат на оценките на рейтинговите агенции Moody's, Fitch и Standard&Poor's, но пък опитът поне е показателен за предприети мерки в това отношение.

В крайна сметка:

- МАКР са доминираща сила на финансовите пазари, способна да създава и променя икономически ситуации, както и да определя движението на световния капитал.

- САЩ, Европа, както и останалият свят, са предприели война срещу действията на „непобедимото трио“ с цел намаляване на влиянието им на финансовите пазари.

- Европейските политици са раздвоени относно мнението как трябва да се намали влиянието на големите кредитни агенции. Едни смятат, че Европа трябва да създаде своя собствена агенция за кредитен рейтинг по примера на Китай и Русия, докато други считат, че новите регулаторни правила, които се обсъждат и трябва да влязат в сила до 2020 г., са достатъчни.

### ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Всичко това можем да обобщим в следните крайни изводи:

Първо, агенциите за кредитен рейтинг в продължение на дълги години доказваха своята репутация и осигуряваха важна информация за участниците в дълговите пазари. Неадекватната регулация направи кредитните рейтинги критичен елемент на финансовата система без да въведе механизми за гарантиране на тяхната обективност. Това създаде условия за поява на редица конфликти на интереси, които стимулираха множество пазарни участници да създават или инвестират в надценени финансови инструменти. Неизбежно процесът завърши с глобална финансова криза, т.е. „трите големи“ изиграха ключова роля във финансовия срив.

Второ, в света има само три големи рейтингови агенции. Официално те не отправят препоръки за купуване, а дефинират оценките си като мнения. Претенциите за обезщетения при грешни оценки са изключени. При тях има силно разминаване между дефинирането на кредитните рейтинги като „необвързващи мнения“, от една страна, и тяхното влияние върху поведението на инвеститорите и функционирането на пазарите, от друга.

Трето, Moody's, Standard & Poor's и Fitch са мощен монопол и много влиятелен участник в света на финансите. Придобиват мощност с помощта на правителството на САЩ, частни фирми и Wall Street. Този алианс оказва сериозен политически натиск върху агенции за кредитен рейтинг. Създадена им е една среда, в която е предотвратена всякаква форма на конкуренция.

Четвърто, европейските и световни лидери са безпомощни срещу „анонимните анализатори“ на Standard and Poor's, Moody's и Fitch. Оттук следва риторичният въпрос „Кой има повече власт и влияние в света?“.

След като икономическата общност вече е запозната със затрудненията, които срещат кредитните рейтинги и все по-честите им провали в условията на криза, следва да се пристъпи към разработване на план за отстраняване на недостатъците им. Те трябва да бъдат

по-малко зависими от външните условия (политически натиск и частни интереси) и да са адекватни както при икономически просперитет, така и в условията на криза. Разкрива се шанс за изграждането им като един по-гъвкав и стабилен инструмент, за осъществяването на което вероятно се изисква по-различен подход и нетрадиционно мислене.

### ИЗПОЛЗВАНА ЛИТЕРАТУРА

1. Агенция за кредитен рейтинг, BCRA [www.bcrea-bg.com/files/file\\_213.pdf](http://www.bcrea-bg.com/files/file_213.pdf) (08.10.2016)
2. Димов, С. 2016. Съвременни измерения на международните финансови пазари. Изд. „ЕКС-ПРЕС“, Гб.
3. ЕС отново размахва пръст на рейтинговите агенции. [www.capital.bg](http://www.capital.bg)
4. Институт за пазарна икономика. <http://ime.bg/bg/articles/preat-li-ni-kreditnite-reitingi-i-zashto/> (08.10.2016)
5. Касърова, В., Св. Праматарска, Р. Лазарова Сравнителния подход в оценката на бизнеса в условията на формиращ се пазар, Нов български университет.
6. Кромптън, С. Играта на рейтинг. Банки, Инвестиции, Пари, 1-2/2006.
7. Кругман, П. „Рейтинговите агенции са последните, на които трябва да се вярва“. Ню Йорк Таймс, 10.08.2011 г.
8. Лилов, Е. Виновни за кризата са...рейтингите. 07.07.2011 г.
9. Масларов, Св. 2001. Валута и международни финанси. Изд. „Princers“, Сф.
10. Масларов, Св. 2002. Международни финанси. „УИ Стопанство“, Сф.
11. Предложение за Регламент на Европейския парламент и на Съвета за изменение на Регламент (ЕО) № 10060/2009 относно агенциите за кредитен рейтинг, 2.06.2010г. COD/2010/0160
12. Регламент (ЕО) № 1060/2009 на Европейския парламент и на Съвета от 16.09.2009 относно агенциите за кредитен рейтинг, официален вестник на Европейския съюз L 302, 17.11.2009.
13. Ригерт, Б., В.Шопов. Политиците са безпомощни, думата имат финансовите пазари! 08.08.2011 г.
14. Ризов, Цв. Кредитен рейтинг и рейтингови институции. Банки, Инвестиции, Пари, 1-2/2006.
15. Цанев, К. Край на американския финансов диктат? 27.06 2011 г.

16. Assenova-Velikova, M. G. (2017). Investment and stock intermediation in Bulgaria. X Международная конференция „Инновации в технологиях и образовании” (КузГТУ) г. Белово, 2017, Сборник статей часть 3, с.75-78.

17. BloombergTVBulgaria.

<http://www.bloombergtv.bg/novini/2016-03-18/rusiya-sas-sobstvena-agentsiya-za-kredit-reyting>(15.10.2016)

18. Boehm, K. Credit Rating Agencies (CRAs). The EU Regulatory Framework Assessment-Helsinki Metropolia University of Applied Sciences Bachelor of Business Administration. 18.05.2013.

19. Fitch Rating-Definition of Rating and Other of Opinion. Dec 2014.

20. Fitch Ratings,

<https://www.fitchratings.com/site/search?content=research&request=bulgariawww.fitchratings.com>(03.10.2016)

21. <https://ru.wikipedia.org/>

22. Investopedia,

<http://www.investopedia.com/articles/bonds/09/history-credit-rating-agencies.asp?ad=dirN&qo=investopediaSiteSearch&qsrc=0&o=40186>(10.11.2016)

23. InvestorBG.

<http://www.investor.bg/temi/%D0%BA%D1%80%D0%B5%D0%B4%D0%B8%D1%82%D0%B5%D0%BD%20%D1%80%D0%B5%D0%B9%D1%82%D0%B8%D0%BD%D0%B3/>(16.10.2016)

24. Moody's Investors Service-Rating Symbols and Definitions. 2016.

25. Moody's,

<https://www.moody's.com/researchandratings/region/europe-middle-east-africa/004001/4294967174/4294967230/-1/0/-/0/-/-/en/global/rr>(03.10.2016)

26. Standard and Poor's. Default, Transition, and Recovery. 2009 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions, 2010.

27. Standard& Poor's.

[https://www.standardandpoors.com/en\\_US/web/guest/ratings/ratings-actions](https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/ratings/ratings-actions) (03.10.2016)

28. [www.bnr.bg](http://www.bnr.bg)

29. [www.capital.bg](http://www.capital.bg)

30. [www.countryeconomy.com](http://www.countryeconomy.com)

31. [www.economywatch.com](http://www.economywatch.com)

32. [www.fitchrating.com](http://www.fitchrating.com)
33. [www.globalresearch.ca](http://www.globalresearch.ca)
34. [www.investor.bg](http://www.investor.bg)
35. [www.minfin.bg](http://www.minfin.bg)
36. [www.money.bg](http://www.money.bg)
37. [www.moody.com](http://www.moody.com)
38. [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)
39. [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com)
40. [www.wordpress.com](http://www.wordpress.com)