

# Regulatorna moć kreditnih rejting agencija u kontekstu globalnog financijskog sistema

**JAKOV BEGIĆ**

Filozofski fakultet Sveučilišta u Zagrebu  
Sociologija, 1. godina diplomskog studija  
jakov.begic@hotmail.com  
UDK: [339.9+336.76/77]: 316.323.6

## SAŽETAK

Kreditne rejting agencije su privatna poduzeća koja ocjenjuju obveznice i ostale vrijednosne papire koje izdaju tvrtke, države, fondovi, lokalne zajednice i ostali sudionici tržišta, s ciljem determiniranja njihove kreditne sposobnosti. Uslijed procesa globalizacije, liberalizacije tržišta i stvaranja transnacionalnog financijskog sistema, kreditne rejting agencije su se iskristalizirale u jedne od najznačajnijih i najmoćnijih aktera kapitalističkog sustava čije odluke i prosudbe utječu na sve pripadnike globalnog tržišta, kako na privatne kompanije i firme tako i na države i lokalne zajednice. U radu proučavamo regulatornu moć koju agencije imaju nad nacionalnim državama, kreirajući i određujući adekvatnu politiku odnosno odgovarajući način vladanja državama diljem svijeta. Problematizira

se novonastali okvir na internacionalnim tržištima kapitala, prema kojem je pozitivna ocjena agencija uvjet egzistencije i razvoja. Nužnost vladanja prema standardima postavljenima od strane rejting agencija, koja sve entitete na tržištu promatra kroz univerzalnu neoliberalnu prizmu, stvarni je pokazatelj autoriteta i moći rejting industrije. Takva struktura sustava navodi nas da se pitamo kakva je perspektiva demokratskog procesa i odabira između različitih političkih opcija kada postoji samo jedan put koji se vrednuje i samo jedna karta za napredak.

## KLJUČNE RIJEČI

financijski sistem, globalno tržište, kreditne rejting agencije, neoliberalizam, obveznice, regulacija

Slogan agencije *Standard & Poor's*, uz *Moody's* najvažnije i najsnažnije kreditne rejting agencije, na svijetu glasi: "Utjecajna mišljenja. Autoritativna analiza." (Scalet i Kelly, 2012). Uslijed procesa globalizacije, liberalizacije tržišta i stvaranja transnacionalnog financijskog sistema kojih smo svjedoci posljednja tri desetljeća, kreditne rejting agencije su se iskristalizirale u jedne od najznačajnijih i najmoćnijih aktera kapitalističkog sustava čije odluke i prosudbe utječu na sve pripadnike globalnog tržišta, kako na privatne kompanije i firme, tako i na države i lokalne zajednice. Neki autori ih nazivaju novim vladarima kapitalizma (Sinclair, 2005). Međutim kriza koja posljednjih nekoliko godina potresa cjelokupni neoliberalni poredak i koja je dovela do propadanja brojnih multinacionalnih korporacija kao i do recesija (ako ne i potpunih ekonomskih depresija) u većini država zapadnog svijeta, nagnala je ekonomiste, sociologe, politologe i pravnike da preispitaju položaj i funkciju kreditnih rejting agencija na tržištu te posljedice koje njihovi potezi imaju na druge. Ovaj rad bazira se na odnosu kreditnih agencija i nacionalnih država te proučava upravo ono što slogan s početka tvrdi – kako mišljenja i analize privatnih agencija mogu imati autoritativnu, odnosno regulatornu moć nad nacionalnim politikama. U prvom dijelu rada bavimo se samom funkcijom agencija kao i razvojem, odnosno strukturom industrije kreditnog rejtinga; kasnije prelazimo na središnji dio rada, odnosno na ulogu koju agencije imaju u odnosu rejting agencije i državne vlasti; naposljetku u osnovnim crtama tematiziramo problem (ne)odgovornosti agencija koji, u situaciji globalne ekonomske krize, sve više zaokuplja znanstvenu javnost.

## Funkcija, razvoj i struktura industrije

Kreditne rejting agencije su privatna poduzeća koja ocjenjuju obveznice i ostale vrijednosne papire koje izdaju tvrtke, banke, države, lokalne zajednice i ostali sudionici tržišta, s ciljem determiniranja njihove kreditne sposobnosti, tj. mogućnosti vraćanja duga (Scalet i Kelly, 2012; Pavković i Vedriš, 2011). Agencije analiziraju informacije o entitetu prema vlastitim standardima i informacijama te određuju rejting, tj. ocjenu koja simbolizira stupanj rizika koji investitori preuzimaju prilikom akvizicije određenih vrijednosnih papira. Osnovna potreba za djelovanjem kreditnih rejting agencija je razrješavanje problema asimetrične raspodjele informacija

između izdavača obveznica i investitora (Datz, 2004; White, 2010, Masciandaro, 2011). Naime u najvećem broju slučajeva investitor, tj. zajmodavac zna puno manje o mogućnosti i vjerojatnosti vraćanja duga od izdavača vrijednosnica, tj. zajmoprimca. Iz tog razloga stvoren je sistem vanjskih procjenjivača kredibilitnosti (agencije) koji pružaju investitoru potrebne informacije o vjerojatnosti vraćanja duga od strane izdavača vrijednosnica, povećavajući na taj način razinu transparentnosti i informiranosti unutar financijskog tržišta.

Prve kreditne rejting agencije nastale su još početkom 20. stoljeća te su se bavile ocjenjivanjem rejtinga tvrtki u željezničkoj industriji zato što je jedino u toj branši bilo razvijeno tržište obveznica (White, 2010). Iako se sredinom stoljeća tržište obveznica proširilo i na ostale industrije, što je pozitivno utjecalo na djelovanje agencija, industrija kreditnog rejtinga svoj pravi zamah doživljava 80-ih godina kao posljedica tri bitna procesa.

Prvi je proces odvajanja ekonomija od područja nacionalnih država, liberalizacije tržišta i stvaranja transnacionalnih (globalnih) tokova kapitala koji započinje krajem 70-ih i početkom 80-ih godina prošlog stoljeća. Nužno je naglasiti da u pozadini navedenih procesa stoji globalni (*zapadni*) zaokret političko-ekonomskih paradigmi, od Keynesovog državnog intervencionizma (ili ugrađenog liberalizma) prema modernoj inačici klasičnog ekonomskog liberalizma (neoliberalizam), koji se odvija krajem 70-ih godina prošlog stoljeća i čije su ideje slobodnog, dereguliranog tržišta te umanjivanja intervencionističke uloge države činile plodno tlo za razvoj nadnacionalnog ekonomskog okvira (Harvey, 2005). Ekonomija se “*desocijalizira*, izdvaja se iz socijalnih i političkih okova te nastaje samoregulirajući sistem globalnog tržišta” (Touraine, 1998: 130). U središtu tog sistema je “*premještaj* autoriteta koji je transformirao kapacitete nacionalnih država (...) državno-centristički sistem se zamjenjuje multicentrističkim sistemom u kojem se *sudaraju* države i privatni akteri” (Sinclair, 1994). S jedne strane dolazi do međunarodne ekspanzije komercijalnih banaka, procvata investicijskih fondova, investicijskog bankarstva i špekulantskih ulaganja te strelovitog porasta utjecaja i broja multinacionalnih kompanija. S druge strane se pak odvija proces internacionalne alokacije nacionalnih financijskih proizvoda, paralelno uz povezivanje država u nadnacionalne trgovinske integracije (Kotios i sur., 2012).

Usporedno sa stvaranjem globalnog financijskog tržišta događaju se i promjene u načinu kreditiranja i financiranja te dolazi do procesa tzv. *bezposredovanja* (eng. *disintermediation*). Naime, tradicionalno,

do 80-ih godina, investiranje je funkcioniralo uz pomoć financijskih posrednika, odnosno banaka. Banke su uzimale sredstva od ulagatelja te su ih uz vlastiti rizik i, što je važnije, uz vlastitu procjenu vjerojatnosti vraćanja duga, posuđivale zajmoprimcima (Bruner i Abdelal, 2005). No visoke kamate koje banka zahtijeva za svoje usluge posredništva i ulaganja s jedne strane te širenje tržišta obveznica (povezano s rastom globalnog tržišta) s druge strane navode ulagatelje da, početkom 80-ih, napuštaju banke i počinju investirati u vrijednosne papire *sami* (Sinclair, 1994). Bez posrednika dolazi do već spomenutog problema nedostatka informacija o kreditnoj sposobnosti zajmoprimca s kojim se susreću investitori te nije ni čudo da na scenu stupaju akteri koji upravo pružaju takve informiranja - kreditne rejting agencije.

Treći proces koji je doveo do proboja kreditnih agencija je političko-pravne prirode. Uslijed rapidnog jačanja rejting agencija, Američka komisija za burze i vrijednosnice je 1975. godine, u nastojanju da zaštiti investitore od lažnih i neprofesionalnih agencija, osnovala kategoriju Nacionalno priznatih statističkih rejting agencija (eng. NRSRO) koja je obuhvatila nekolicinu najprominentnijih agencija (Bruner i Abdelal, 2005). Ovim potezom američka je vlada dala i svojevrstni politički legitimitet rejting industriji koji entitetima na tržištu znači zeleno svjetlo za korištenje usluga agencija. Rejting agencije su imale zakonski vjetar u leđa i izgrađeno tržište pred sobom što je garantiralo razvitak utjecaja i autoriteta kakav danas imaju.

Struktura industrije rejting agencija je izrazito oligopolska zbog čega neki autori govore o "rejting kartelu o kojem svi ovise" (Maas, 2011: 1015). Od samih početaka industrijom dominira trijumvirat agencija - *Moody's*, *Standard & Poor's* i *Fitch* - koji pokriva preko 95% tržišta (Scalet i Kelly, 2012). Nadalje i taj se trijumvirat dijeli na *the big two* - *Moody's* i *Standard & Poor's* - od kojih svaka agencija ima 40-postotni udio na tržištu, dok se *Fitch* sa svojih 15% specijalizirao za djelovanje u posebnim nišama u kojima je dominantan. Iako u svijetu ima više od 70 kompanija za procjenjivanje kreditnog rejtinga (Pavković i Vedriš, 2011), drugim agencijama je gotovo nemoguće postati konkurentan "velikoj trojci", što zbog visokih troškova i neisplativosti, što zbog reputacijskog kapitala koji posjeduje trojka. Očigledno je da ovakav poredak, prema kojem *Moody's*, *s&p* i *Fitch de facto* nemaju alternativu, stavlja tri navedene tvrtke (a posebice dvije najveće) u poziciju nepojmljive moći i autoriteta.

Kod govora o strukturi rejting industrije ne možemo se ne osvrnuti na metodu plaćanja agencijama za usluge determiniranja

rejtinga koja je predmet oštih kritika, kako od strane (dijela) akademske javnosti, tako i od političkog miljea. Naime agencije su financirane od strane izdavača obveznica ili zajmoprimca, tj. od onih entiteta čiji će se rejting procijeniti (tzv. *issuer-pays* model). Mnogobrojne kritike upućene ovakvom načinu financiranja polaze od ideje prema kojoj se agencije nalaze u sukobu interesa te potencijalno mogu dodjeljivati više rejtinge kako bi zadovoljili interese svojih klijenata, odnosno ruke koja ih hrani (Lanoo, 2011). Drugim riječima, na ovaj način se dovodi u pitanje pozicija objektivnog osiguravatelja informacija, koju rejting agencije u teoriji zauzimaju, što može negativno utjecati na funkcioniranje financijskog sustava. Dakako, dio autora smatra da, iako *isuser-pays* model potencijalno dovodi agencije u sukob interesa, one ga učinkovito izbjegavaju i ne podilaze interesima klijenata, pokušavajući zadržati vlastiti reputacijski kapital na visokoj razini (Sinclair, 2010; Tichy, 2011; Veron, 2009).

U prethodnom dijelu rada nastojali smo ukazati na kontigentnost koja je karakteristična za razvoj utjecaja i značaja kreditnih rejting agencija. Esencijalna pozicija agencija na tržištu obveznica povezana s društveno-ekonomskim procesima stvaranja transnacionalnih tokova kapitala i bez posredovanja rezultirala je izrastanjem industrije kreditnih agencija u jednu od okosnica neoliberalnog kapitalizma na prijelazu stoljeća. Ako dodamo tome poteze američke vlade koja je djelovanje agencija okarakterizirala kao “nacionalno priznato”, a samim time i poželjnu aktivnost (White, 2010) te izrazito mali broj etabliranih kreditnih agencija, jasno je da Moody’s, S&P i Fitch uživaju autoritet i posjeduju regulatornu sposobnost kao malo koji entiteti na globalnom tržištu.

## Regulatorna moć agencija

U jednom radijskom intervjuu iz 1996. godine, Thomas Friedman, kolumnist *New York Timesa*, je izjavio: “Prema mojem mišljenju danas u svijetu postoje dvije supermoći. To su SAD i kreditna agencija *Moody’s*. SAD vas može uništiti bacajući bombe na vas, a *Moody’s* vas može uništiti degradirajući vaše obveznice. I vjerujte mi, nije uvijek jasno tko je moćniji” (Scalet i Kelly, 2012: 2). Izravna moć kreditnih agencija očituje se upravo u ocjenama koje agencije dodjeljuju. Agencije imaju ulogu suca u kritičnoj nogometnoj utakmici koji dijeli kartone igračima. “Crveni karton”, odnosno degradiranje kreditnog rejtinga države u špekulativni razred (kategorija koja označava investiranje uz visoki rizik; popularno zvan “smećem”)

može imati nepredvidive i potencijalno katastrofalne posljedice. Takve odluke mogu imati domino-efekt te mogu utjecati na jednu ili više drugih zemalja s kojom konkretna država kojoj je snižen rejting ima trgovinske odnose, prijašnje dužničke obaveze i slično (Scalet i Kelly, 2012). S druge strane preoptimistično ocjenjivanje, tj. precjenjivanje mogućnosti države u vidu servisiranja dugovanja može rezultirati devastirajuće za investitore koji ne mogu namiriti svoj dug što pak može dovesti do kolapsa manjeg ili većeg dijela financijskog tržišta (Attali, 2009).

Iako, u teoriji, nitko ne mora biti ocijenjen od strane rejting agencija, njihova pravila su postala gotovo obavezna. Na konkretnoj razini, nužnost rejtinga se očituje kroz propise središnjih banaka prema kojima rejting određene visine predstavlja uvjet za dobivanje nekog oblika financijske pomoći. Tako, primjerice, Europska središnja banka (ESB) ne dopušta refinanciranje putem kolateralnih obveznica ako njihov rejting nije određene visine, tj. barem jedno A (Afonso i sur., 2007). Drugačije rečeno, institucija (ESB), koja se diči visokom razinom političke neovisnosti, dopušta da joj uvjete poslovanja određuje skupina privatnih agencija, pridajući tako iznimnu važnost kreditnom rejtingu (Tichy, 2011). Ipak, za ovu analizu važnija je simbolička razina rejting industrije iz koje proizlazi stvarni izvor autoriteta. U posljednja tri desetljeća stvorio se potpuno novi okvir u kojem “riječ rizik odjekuje glasno” (Datz, 2004: 204), u kojem agencije određuju standarde dobrog i lošeg vladanja i kriterije za valjanu ekonomsku politiku (Bruner i Abdelal, 2005). Kreditne agencije predstavljaju promatrače čija naklonost znači pozitivan smjer upravljanja, smjer koji tržište smatra neophodnim. Zbog toga ne čudi da u velikom broju slučajeva države ne potražuju rejting jer se imaju namjeru zadužiti, već da bi pokazale internacionalnom tržištu svoju tendenciju k adekvatnom, transparentnom i protržišnom načinu upravljanja (ovo posebice vrijedi za države u razvoju); drugim riječima, vlade inzistiraju na dobivanju (pozitivnog) kreditnog rejtinga kako bi tržište percipiralo njihovu ekonomsku politiku kao prihvatljivu i prikladnu, odnosno pozitivnu. Primjer koji možda i najbolje pokazuje u kojoj mjeri se smatra nužnim dobiti pozitivnu ocjenu jest potez britanske Vlade iz 2009. kada je određen set drastičnih mjera štednje kojima je najvažniji cilj bio upravo pokušaj izbjegavanja *downgradea*, tj. sniženja rejtinga (Gwilym i Alsakka, 2011).

Znakovito je da mnogi autori preispituju originalnost ili čak upotrebljivost informacija koje kreditne agencije isporučuju dodjeljivanjem rejtinga. Datz tvrdi da “nije sigurno pružaju li agencije korisne

informacije ili rejtinzi samo reflektiraju tržišne ishode kojih smo svi svjesni” (Datz, 2004: 308); Veron pak smatra da su informacije od strane agencija bezvrijedne te da postoje drugi tržišni indikatori koji su pogodniji i upotrebljiviji od rejtinga (Veron, 2009). Pitanje je donose li rejtinzi dodatnu informaciju sudionicima tržišta ili im govore ono što je već poznato. Usprkos tome utjecaj kreditnih agencija je toliko snažan zbog onoga što one predstavljaju i percepcije koju tržišni akteri imaju prema njima kao svojevrsnim “institucijama u sve više deinstitutionaliziranom kontekstu” (Sinclair, 1994: 144) koje imaju legitimitet odrađivanja što je pozitivno i poželjno vladanje. Za status i utjecaj rejting industrije ključna je upravo percepcija ili uvjerenje sudionika tržišta o važnosti i nužnosti agencija, odnosno dodjeljivanja rejtinga općenito, kako investitora tako i onih kojima su te investicije potrebne. Rejting objektivno može biti potpuno neupotrebljiv i bezvrijedan međutim ako akteri na tržištu vjeruju u njegov utjecaj i smatraju ga vodičem za djelovanje, rejting je itekako značajan i bitan te predstavlja moćan regulatorni instrument (Sinclair, 2010). Ovakva percepcija se možda najbolje ocrtava u izjavi američkog ministra vanjskih poslova Colina Powela iz travnja 2002. godine koji je pred afričkim čelnicima i investitorima rekao: “Jednostavno je. Nije raketna znanost. Dobivanje kreditnog rejtinga vašoj zemlji će smanjiti rizik i potaknuti investicije. Državni kreditni rejting ohrabruje kapital (...) kreditni rejting je vaša putna karta za pogodnosti globalne ekonomije i tokove kapitala koji se nalaze na globalnom tržištu” (Datz, 2004: 311). Navedeno uvjerenje financijskog svijeta rezultiralo je činjenicom da rejtinzi kreditnih agencija već desetljećima nalaze svoje mjesto u planovima i programima političkih stranaka gdje služe kao mjerilo uspješnosti načina vladanja i upravljanja.

Iako su rejting agencije nastale kako bi premostile problem asimetrije informacija te bi njihova uloga objektivnih posrednika informacija na tržištu trebala značiti nepodložnost ideološkim, političkim i ostalim utjecajima, mnogi autori smatraju da agencije promoviraju neoliberalnu ideologiju i *američki* model upravljanja, bilo kompanijom, bilo državom (Sinclair, 1994; Kerwer, 2005; Bruner i Abdelal, 2005). Države koje imaju drugačiji društveno-politički poredak od SAD-a, što se ponajviše ogleda u tradiciji jakog sindikalnog pokreta i države blagostanja te restrikcijama prema trgovini i ulaganju, riskiraju biti kažnjene od strane kreditnih agencija koje navedene politike smatraju prijetnjom fiskalnoj disciplini (Kerwer, 2005). Takve Vlade, čije politike nisu u skladu sa željama agencija, imaju opciju

posuđivati sredstva po višoj cijeni ili ne posuđivati uopće. S druge strane otvorenost prema trgovini i tržišnim mehanizmima te ekonomske politike koje su “oprezne, fleksibilne i tržišno orijentirane” (Bruner i Abdelal, 2005: 199) su pristupi koji izazivaju naklonost rejting industrije i, u pravilu, više kreditne ocjene. Iz navedenog slijedi da su se neke europske i azijske države, koje imaju prilično različitu političko-ekonomsku tradiciju upravljanja, susrele s brojnim poteškoćama u surađivanju s agencijama što je nagnalo neke čelnike i ministre s oba kontinenta na izjave poput: “zato što su smještene u SAD-u, globalne rejting agencije jednostavno ne razumiju neamerički način upravljanja i djelovanja” (Sinclair, 1994: 142).

S jedne strane pomalo je naivno očekivati da će industrija koja je doživjela svoj uspon zahvaljujući okretu Zapada prema neoliberalnoj doktrini, a kojoj je glavna svrha osiguranje transparentnosti u sustavu koji je produkt iste te doktrine,<sup>1</sup> zagovarati politiku koja nije protržišna ili vrednovati restrikciju nad trgovinom. S druge strane nacionalne politike nemoguće je odvojiti od njihovog specifičnog povijesno-ekonomsko-političkog konteksta koji ima različite implikacije na modele vladanja i kreiranja politika. Dolazi do konflikta između univerzalnog mjerila triju agencija, smještenih na *Wall Streetu*, mitskom mjestu razvijenog kapitalizma, i pojedinačnih država čije se socijalno naslijeđe može kositi sa standardima rejting industrije (kao najočitiji primjer izdvajamo postsocijalističke države i njihovu moguću kulturološku pozadinu koja otežava tranziciju prema ekonomskom i političkom liberalizmu). Utjecaj rejting industrije, autoritet koji posjeduje i njezina moć izazivanja političkih promjena ovdje su najvidljiviji. Kako bi uopće došle u poziciju privlačenja investitora, vlasti su primorane odgovoriti standardima agencija potezima koji se mogu protiviti političkom opredjeljenju stranaka na vlasti ili općenito tradiciji upravljanja, dok u krajnjoj liniji mogu biti i od upitne koristi za dobrobit građana. Regulatorna mogućnost kreditnih agencija, u vidu određivanja politika i načina vladanja državama diljem svijeta, kroz zahtjeve za univerzalnim standardima, krajnji je izraz stanja na multicentričnom globalnom tržištu gdje privatni akteri igraju značajniju ulogu od država.

1 Ovdje moramo naglasiti da razvoj transnacionalnog financijskog tržišta nije isključivo posljedica vladavine neoliberalne paradigme, već su i drugi faktori odigrali svoju ulogu (razvoj informacijske tehnologije, propast komunizma kao alternative itd.)



## Financijska kriza i odgovornost rejting industrije

Potaknuti ovakvom strukturom i dinamikom industrije, a uz krizu koja od 2008. potresa globalno tržište te koja otvara brojne dileme o funkcioniranju cjelokupnog financijskog sustava, mnogi autori i komentatori preispituju značaj i autoritet koji tri privatne kompanije imaju u globalnoj ekonomiji. U prvom redu znatan dio akademske i političke sfere svaljuje krivnju za kreditnu krizu na rejting agencije kojima se spočitava zakašnjela reakcija<sup>2</sup> i pogrešno prognoziranje kretanja na tržištu. Teza ovog dijela stručnjaka jest da su agencije precijenile kreditnu sposobnost pojedinih teško zaduženih entiteta, navevši investitore na akviziciju obveznica čija se dugovanja realno nisu mogla naplatiti, što je u konačnici bio jedan od uzroka pucanja tzv. kreditnog balona, a samim time i krize financijskog sektora (Kotios i sur., 2012). Ono s čime se recentna literatura posebno bavi, a i što je direktno vezano uz temu ovog rada, je problem krivih procjena u ocjenjivanju država i javnih entiteta koji je, prema nekima, uzrokovao novi val recesije u određenim, neadekvatno procijenjenim državama (riječ je o onima koje je kriza najviše pogodila; ponajprije Grčka, Španjolska i Portugal). Ukratko, rejting agencije su svoju nonšalantnost, loše prognoziranje i precjenjivanje rejtinga, što je karakteristično za razdoblje uoči krize, pokušale ispraviti oštrim *downgradeom* u jeku same krize kako bi očuvale svoju reputaciju na tržištu, odnosno kako bi na neki način ispravile prijašnje krive procjene. Navest ćemo primjer Grčke koja svoj prvi *downgrade* doživljava u jesen 2009. godine, iako zemlja pokazuje značajnije ekonomske probleme još 2005, u vidu smanjenja konkurentnosti (Tichy, 2011). Tada, 2009, počinje razdoblje od 18 mjeseci, do proljeća 2011, u kojem je grčki rejting spušten od 16<sup>3</sup> što predstavlja ulaganje uz nizak rizik (2009) do 2 (2011), tj. do najmanjeg mogućeg rejtinga koji označava visoko špekulativni razred. Iako u tom razdoblju nedvojbeno postoje objektivni razlozi smanjenja rejtinga (saznanje da je grčka Vlada falsificirala određene podatke o državnim financijama koje su realno u puno lošijem stanju), mnogi autori

- 2 Ovdje moramo izdvojiti tragikomičnu situaciju kod ocjenjivanja financijske tvrtke Lehman Brothers kada su rejting agencije, par sati prije no što je firma objavila bankrot, isporučile ocjenu prema kojoj postoji samo umjereni rizik pri akviziciji obveznica tvrtke.
- 3 Zbog jednostavnije ilustracije koristimo bročane ekvivalente rejtinga. Najviši rejting (AAA) ima bročani ekvivalent 20; grčka ocjena 16 označava rejting A+ (Tichy, 2011).

smatraju strelovito spuštanje rejtinga pokušajem “iskupljenja” za ranije pogreške i zadržavanja vlastitog reputacijskog kapitala (Croce i sur.; 2011; Kotios i sur., 2012). Ovakvi potezi pogoršavaju ionako teško situaciju u krizom najjače pogođenim zemljama, potencijalno ih dovodeći do *defaulta*.

Zbog ovakvih problematičnih elemenata, brojni autori (Scalet i Kelly, 2012; Attali, 2009; Maas, 2011) pozivaju agencije na odgovornost za svoje postupke, odnosno predlažu sudske procese protiv agencija zbog krivih procjena i posljedica koje one uzrokuju. Međutim tu dolazimo do ključnog problema kod govora o odgovornosti rejting industrije – agencije su naime zaštićene Prvim amandmanom koji ih izjednačava s medijima, a njihove rejtinge karakterizira kao mišljenja i predviđanja (Scalet i Kelly, 2012) te ih je iz tog razloga nemoguće sudski goniti. Na taj način rejtinzi su, pravno gledano, u poziciji teza i argumenata koje zagovara neki novinski članak (Veron, 2009). Uz to što su pravne sankcije praktički neizvedive, prisjetimo li se oligopolske strukture industrije, shvaćamo da su i tržišni mehanizmi sankcioniranja pogrešaka teško izvedivi zbog izrazito malog broja etabliranih agencija. Iako smo samo dotaknuli navedeni problem, ova sporna situacija sve više zaokuplja stručnjake iz različitih polja društvene znanosti.

## Zaključak

Iako postoje brojni problemi vezani uz djelovanje kreditnih agencija, počevši od gotovo nezakonske oligopolske situacije preko dominantnog modela plaćanja agencija od strane izdavača obveznica pa do nemogućnosti sankcioniranja loših procjena, u ovom radu smo se fokusirali na regulatorni aspekt kreditne industrije u kontekstu globalnog tržišta. Najbolji primjer umijeća vladanja na globalnom tržištu, gdje se moć i autoritet nacionalnih država i javnih entiteta premješta na privatne aktere, upravo su rejting agencije. One su se, prilikom društveno-ekonomsko-političkih zbivanja 80-ih godina te stvaranja potpuno novog sklopa ideja prema kojem je validacija rizika od strane privatnih firmi ključna za preživljavanje, nametnule kao krojači adekvatne i prihvatljive politike, odnosno pokazivači smjera (koji je, prema mnogima, značajno ideološki obojan) u kojem treba ići. Ekonomska politika određene Vlade, koja je centralni element upravljanja državom, u ovakvom je uređenju dirigirana preko općih standarda rejting industrije, kao najznačajnijeg (ako ne i jedinog istinskog) institucionalnog tijela na tržištu, prema kojima su ekonomski

liberalizam i tržišni pragmatizam jedine prihvatljive i perspektivne solucije. Iz tog razloga potpuno je legitimno upitati se kakva je perspektiva (ili čak svrha) demokratskog procesa u sistemu u kojem nekolicina privatnih kompanija određuje univerzalna pravila koja nalažu kako treba vladati i općenito, kako osigurati razvoj. Vrlo su skromne mogućnosti političkih aktera u državama, a samim time i opcije koje stoje na raspolaganju biračima, ako postoji samo jedan put koji tržište vrednuje i samo jedna karta za uspjeh i napredak.

Neupitna je činjenica da je rješavanje asimetrične raspodjele informacije ključno u sistemu trgovanja obveznicama i zaduživanja općenito. Ostaje otvoreno postoje li, u političkom i ekonomskom smislu, *zdraviji* načini za premošćivanje tog problema od kreditnih rejting agencija.

#### LITERATURA

- Afonso, A.; Gomes, P. i Rother, P. (2007) What 'hides' behind sovereign debt ratings? *ECB Working Paper*, 711: 4–64.
- Attali, J. (2009) *Kriza, a posljuje?*. Zagreb: Meandar Media.
- Bruner, C.; Abdelal, R. (2005) To judge Leviathan: sovereign credit ratings, national law, and the world economy. *Journal of Public Policy*, 25 (2): 191–217.
- Croce, A.; Lungo, S. i Faff, R. W. (2011) "Rating alignment, rating shopping and reputation of credit rating agencies: Evidence from the subprime crisis" Social Science Research Network, URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1817092> (17.1.2013.).
- Datz, G. (2004) Reframing development and accountability: the influence of sovereign credit ratings on policy making in developing countries. *Third World Quarterly*, 25 (2): 303–318.
- Gwilym, O. i Alsakka, R. (2011) "Sovereign rating actions: Is the criticism justified?" *Intereconomics*, 5: 248–253.
- Harvey, D. (2005) *A brief history of neoliberalism*. New York: Oxford University Press.
- Kerwer, D. (2005) Holding global regulators accountable: The case of credit rating agencies. *Governance: An International Journal of Policy, Administration, and Institutions*, 18 (3): 453–475.
- Kotios, A.; Galanos, G. i Roukanas, S. (2012) The rating agencies in the international political economy. *Scientific Bulletin - Economic Sciences*, 11 (1): 4–15.
- Lanoo, K. (2011) Rate the rating agencies!. *Intereconomics*, 5: 245–248.
- Machiandaro, D. (2011) What if credit rating agencies were downgraded? Ratings, sovereign debt and financial market volatility. *Intereconomics*, 5: 253–258.
- Maas, D. (2011) Policing the ratings agencies: the case for stronger criminal disincentives in the credit rating market. *The Journal of Criminal Law & Criminology*, 101 (3): 1005–1038.
- Pavković, A.; Vedriš, D. (2011) Redefiniranje uloge agencija za kreditni rejting u suvremenom financijskom sustavu. *Ekonomika misao i praksa*, 20 (1): 225–250.

- Scalet, S.; Kelly, T. (2012) The ethics of credit rating agencies: what happened and the way forward. *Journal of Business Ethics*, 115:1–16.
- Sinclair, T. (2010) Credit rating agencies and the global financial crisis. *Economic Sociology – The European Electronic Newsletter*, 12 (1): 4–9.
- Sinclair, T. (2005) *The New Masters of Capital: American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*. New York: Cornell University Press.
- Sinclair, T. (1994) Passing judgement: credit rating processes as regulatory mechanisms of governance in the emerging world order. *Review of International Political Economy*, 1 (1): 133–159.
- Tichy, G. (2011) Did rating agencies boost the financial crisis?. *Intereconomics*, 5: 232–245.
- Touraine, A. (1998) Sociology without society. *Current Sociology*, 46 (2): 119–143.
- Véron, N. (2009) “Rating agencies: an information privilege whose time has passed” Bruegel Briefing Paper for the European Parliament’s ECON Committee.
- White, L. (2010) Credit rating agencies and the financial crisis: less regulation of CRAS is a better response. *Journal of International Banking Law*, 25 (4): 1–25.

## **REGULATORY POWER OF CREDIT RATING AGENCIES IN THE CONTEXT OF GLO- BAL FINANCIAL SYSTEM**

### **ABSTRACT**

Credit rating agencies are privately owned enterprises which evaluate bonds and other securities issued by companies, governments, funds, local communities and other market participants, with the goal of determining their credit worthiness. Owing to the processes of globalization, market liberalization and the creation of a transnational financial system, credit rating agencies have clearly ranked themselves among the most important and powerful actors of the capitalist system, whose decisions and judgments affect all global market participants, private companies and firms as well as governments and local communities. This paper explores the regulatory power which these agencies exercise on national states, creating and determining adequate policies, that is, appropriate forms of governance for national states all around the world. We problematize

this newly created framework of the international market according to which a positive rating from credit rating agencies is a condition for maintenance and development. The necessity of governing in line with the standards set by credit rating agencies, which observe all market entities through the neoliberal prism, is a true indicator of the rating industry’s authority and power. With all this in mind, we question the perspective of the democratic process, the value of choosing between different political options when there is only one valued path, one way to progress.

### **KEY WORDS**

financial system, global market, credit rating agencies, neoliberalism, bonds regulation