

Financijska kriza i kreditni rejtinzi država

*Sanja Bach**

Sažetak

U globalnoj financijskoj krizi, kojoj se još uvijek ne nazire kraj, u središtu pozornosti našle su se, ne prvi put, agencije za dodjelu kreditnih rejtinga. Naime smanjenje rejtinga izaziva zabrinutost država o njihovoj kreditnoj sposobnosti, a postavlja se pitanje i o načinu mjerenja od strane rejting-agencija. Ključna zabrinutost odnosi se na nestabilnost koju smanjenje rejtinga unosi na financijska tržišta, a posebice kada smanjenje ocjena prelazi u kategorije neinvesticijskog razreda. Složenost financijskih tržišta i raznolikost dužnika s vremenom su porasli, a ulagači i regulatori sve se više oslanjaju na stavove rejting-agencija. Istodobno, broj agencija za kreditni rejting koje rade u SAD-u i drugim zemljama snažno je porastao. Sve to, a posebice aktualna financijska kriza, potaknulo je sudionike tržišta i donositelje političkih odluka na preispitivanje djelovanja agencija i adekvatnosti javnog nadzora nad rejting-industrijom. Isto se dogodilo i tijekom azijske financijske krize, što otvara pitanja moći rejting-industrije i njezina utjecaja na financijska tržišta u budućnosti.

Ključne riječi: kreditni rejtinzi, agencije za kreditni rejting, financijska kriza, nadzor, regulacija.

1. Uvod

Mnogi analitičari i financijski stručnjaci aktualnu strukturnu financijsku krizu nazvali su i „krizom rejtinga“, posebice zbog smanjivanja rejtinga europskim državama. Mnogi danas postavljaju pitanja o tome kakva je uopće korist od rejting-agencija na financijskom tržištu i jesu li njihove procjene kreditnog rizika točne. No unatoč kritikama upućenim rejting-agencijama, one igraju značajnu ulogu u marketingu investicija s fiksnim prihodom jer većina ulagača zahtijeva da takve investicije imaju kreditni

* Sanja Bach doktorska je kandidatkinja na Doktorskom studiju Politologija, smjer Međunarodni odnosi, na Fakultetu političkih znanosti Sveučilišta u Zagrebu.

rejting. Državama pak trebaju rejtinzi kako bi one, ali i njihov privatni sektor, mogli pristupiti globalnom tržištu kapitala i privući strane investicije. Središnje banke također ovise o rejtinzima pri određivanju vrijednosnih papira koji mogu služiti kao zalog za njihove operacije na tržištu novca. Na taj način rejtinzi utječu na institucionalnu potražnju i likvidnost tržišta te služe kao „kupi-prodaj“ okidači.

Ovaj esej bavi se utjecajem globalne financijske krize na kreditne rejtinge država. U eseju se tvrdi da ocjene rejting-agencija mogu biti važne za financijsku stabilnost neke zemlje i da je poboljšanje regulativnog nadzora, upravljanja i transparentnosti agencija prioritet. Kako bi se pokazala opravdanost toga zaključka, u prvom dijelu bit će objašnjena evolucija rejting-industrije, što kreditni rejtinzi mjere i kakvo je okruženje rejting-agencija danas. U drugom dijelu pozornost će biti usmjerena na kretanje kreditnih rejtinga država tijekom financijskih kriza te neuspjeh rejting-agencija tijekom azijske krize i kretanja rejtinga u aktualnoj financijskoj krizi. U konačnici će biti analizirano prelijevanje efekta smanjenja rejtinga država koje je još jednom potvrdilo međuovisnost financijskih tržišta.

2. Evolucija rejting-industrije

Agencije za kreditni rejting¹ ocjenjuju financijska potraživanja pojedinih tržišnih subjekata prema njihovim kreditnim sposobnostima, čime agencije ne ocjenjuju samo dugoročne obveznice već i raznovrsne druge instrumente. Rejtinzi ocjenjuju kreditnu sposobnost nekog obveznika i osiguravaju naznaku relativnog rizika u vezi s izdavaateljem duga, njegovom sposobnosti da redovito i na vrijeme otplaćuje kamate i vrati cjelokupni dug (Kunczik, 2001:14). Agencije ocjenjuju tvrtke, banke i države.

Državni su kreditni rejtinzi procjena rizika dodijeljenih obvezama središnje vlade. Na nacionalnom tržištu kapitala agencije su odavno ocijenile kreditne sposobnosti zajmoprimaca, za razliku od ocjena na međunarodnim tržištima, koja nisu bila javno

¹ Agencija za ocjenu rejtinga neovisno je poduzeće koje analizira financijsku snagu (solventnost) drugih poduzeća ili vlada te proučava uvjete pojedinih dužničkih izdanja. Rejting nekog dužničkog izdanja odražava stupanj povjerenja agencije da će dotični dužnik moći prema rasporedu ispuniti preuzete obveze isplate kamata i glavnice. Svaka agencija ima vlastiti način iskazivanja financijskog stanja jednog te istog poduzeća. Obično se rang iskazuje slovima, pri čemu je AAA najviša razina solventnosti, a B/C/D najniža razina, do neispunjenja obveza. Postoji uska veza između solventnosti i kreditnog *spreada*, koji poduzeće mora platiti kako bi se moglo financirati na tržištima. Što je rejting bolji, to je *spread* manji, i obratno. Više na: <http://zse.hr/akademija>.

dostupna sve do kasnih 1970-ih godina.² Tada su agencije počele zaračunavati i naknadu kompanijama čije dugove ocjenjuju.

Kunczik (2001:14-16) u kratkom povijesnom pregledu navodi kako u komercijalnim kreditnim rejtinzima dominiraju dvije američke agencije, Standard & Poor's (S&P) i Moody's. Povijest S&P-a može se pratiti od 1860., a ovakvom kakva je danas agencija je utemeljena 1941. Počela je određivati rejtinge 1920-ih godina, s ranim evaluacijama temeljenim samo na javno dostupnim informacijama (IMF, 1999:195). Agencija Moody's Investors Service osnovana je 1914. (ranije John Moody & Company). Moody's određuje rejting državnih obveznica izdanih od strane vlada u razdoblju od 1919. do 1929. i ta je agencija odredila rejtinge obveznica izdanih od strane 50 središnjih vlada. Cantor i Packer, navodi Kunczik (2001:15), naglasili su da je izdavanje državnih obveznica, kako se pokazalo u prošlosti, rizičan posao. Otprilike 70 posto svih državnih pozajmica (isključujući kanadski dug) izdanih u SAD-u između 1926. i 1929. nije bilo vraćeno prije kraja 1937. godine. Uz S&P i Moody's, dvije važne agencije još su Fitch IBCA i Duff & Phelps Credit Rating Co. (DCR). DCR je postao podružnicom Fitcha IBCA u travnju 2000., a iste godine kompanije su se spojile.³

Kako su financijska tržišta rasla, postajući sve složenijima, mogućnosti pozajmljivanja dramatično su se proširile, dok su mogućnosti vjerovnika da dobiju potpune informacije o potencijalnim zajmoprincipima postajale sve manje. Zbog toga se uloga rejting-agencije sastoji od ponude isplativih informacijskih usluga koje će smanjiti jaz između onoga što ulagač zna o dužniku i onoga što sam dužnik zna, dodjeljujući svakom dužniku ocjenu – rejting.⁴ Takvim informacijama sužava se asimetrija između zajmo-

² Agencije za kreditni rejting razvijale su se s vremenom od agencija za procjenu rizičnosti izdanja željezničkih kompanija do današnjih, koje ocjenjuju instrumente globalnog financijskog tržišta. Bave se procjenom rizičnosti raznih instrumenata na financijskom tržištu, kao što su obveznice lokalnih jedinica, preferencijalne dionice, razni komercijalni papiri, certifikati o depozitu, procjena rizičnosti derivata itd. Zahvaljujući razvoju financijskih tržišta i instrumenata koji se na njemu razmjenjuju, rasla je i važnost agencija za kreditni rejting (...) Razvojem financijskog sustava i mehanizama koji u njemu djeluju širio se raspon usluga i aktivnosti koje rejting-agencije provode, a procjena rejtinga radi se sve učestalije (Pavković i Vedriš, 2011.).

³ Udruženo analitičko osoblje radilo je zajedno na harmonizaciji rejtinga i pristupu rejtinzima za novu kompaniju. Kao dio procesa harmonizacije rejtinga DCR je u svibnju 2000. prilagodio dugoročni rejting državnih obveznica u domaćoj valuti Argentine rejtingu agencije Fitch IBCA (Kunczik, 2001.).

⁴ Dužnici s višim kreditnim rejtingom obično uživaju lakši pristup financiranju po nižoj cijeni jer se smatraju manje rizičnima i više je vjerojatno da će vratiti u cijelosti ono što duguju, zajedno s kamatom. Često ocjene predstavljaju početnu referentnu točku u procesu dubinskog snimanja (engl. *due diligence*).

primca i zajmodavca, a agencije pridonose likvidnosti na tržištu,⁵ povećanju financijske aktivnosti i smanjenju troškova.

Osnovna je svrha poslovanja rejting-agencija (Pavković i Vedriš, 2011:228) uklanjanje asimetričnih informacija između izdavatelja financijskog instrumenta i potencijalnog investitora, dviju strana uključenih u transakciju, jer se financijska procjena temelji na primjeni standardiziranih pokazatelja kvalitete. Posljednjih godina rejting se koristi i kao regulatorni instrument za nadzor i regulaciju subjekata i institucija koji posluju na financijskom tržištu. Pri procjeni rizičnosti izdavatelja financijskog instrumenta rejting-agencije koriste metodologiju koja analizira javno dostupne podatke vezane uz izdavatelje, ali i podatke koji nisu javno dostupni.⁶ Ključna je zadaća kreditnih agencija provjeriti kreditni rizik ili bonitet onoga tko izdaje vrijednosne papire, bez obzira na to je li riječ o privatnom ili državnom izdavatelju. U tom smislu investitori, pogotovo oni manji koji nemaju mogućnosti sveobuhvatnih analiza, vjeruju njihovim ocjenama.⁷

Aktualna financijska kriza otvorila je niz pitanja u vezi s poslovanjem agencija za kreditni rejting, a brojni ih stručnjaci i znanstvenici smatraju jednim od glavnih krivaca u lancu odgovornosti za postojeće stanje financijskog sustava.

2.1. Što kreditni rejtinzi mjere?

Kreditni rejting država⁸ u stranoj valuti odražava razmjerni kreditni rizik, odnosno percipiranu vjerojatnost da neka vlada neće izvršiti svoje novčane obveze. Prema tomu,

⁵ Sukladno teorijskoj literaturi, kreditni rejtinzi potencijalno osiguravaju vrijednost i utječu na tržišta na tri načina. Teorija „informativnog servisa“ mogla bi biti kompatibilna s dokazima koji upućuju na značajnu reakciju tržišta na aktivnosti ocjena (promjene u rejtinzima i promjene u izgledima) bez obzira na početnu točku na skali. Teorija „certifikacijskog servisa“ mogla bi ukazati na značajnu reakciju tržišta na povećanje i smanjenje uključivanja pragova investicijskog razreda u odnosu na ostale rejtinge. Ako je umjesto toga teorija „usluge praćenja“ bolje objašnjenje uloge rejting-agencija, trebala bi biti značajna reakcija na smanjenja koja slijede negativna kreditna praćenja. To je zato što je smanjenje znak da je rejting-agencija zaključila, temeljeno na privatnim informacijama kojima ima pristup tijekom razdoblja kreditnog praćenja, da nikakve prilagodbe zahtijevane od strane rejting-agencije za održanje rejtinga prije praćenja nisu ispunjene (IMF, 2010:105).

⁶ Postoji velika razlika u veličini agencija koja se može mjeriti brojem zaposlenika, brojem dodijeljenih rejtinga ili ukupnim ostvarenim operativnim prihodima. Razlikuju se agencije koje dodjeljuju ograničen broj rejtinga i one koje mogu procijeniti rizičnost velikog broja izdavatelja na osnovi statističkih modela. Zahvaljujući informatičkoj tehnologiji koja omogućava masovnu proizvodnju procjena, nije im potreban velik broj zaposlenika budući da na taj način smanjuju troškove zaposlenih i uvećavaju neto vrijednost kompanije (Pavković i Vedriš, 2011.).

⁷ Istaknuo je neovisni analitičar Damir Novotny. Dostupno na: <http://www.vjesnik.hr/ArticlePrint.aspx?ID=02DD77Cf-FD85-4756-9C66-AEAD2345122C>, objavljeno 8. prosinca 2011.

⁸ Kreditni rejting definira se kao skup svojstava tražitelja kredita, kao što su položaj, imovina, poslovi i perspektiva, na temelju kojih je moguće donijeti ocjenu o njegovoj kreditnoj sposobnosti (Leko i Mates, 1993.).

varijable koje utječu na kapacitete i želju neke vlade da izvršava svoje obveze vezane uz obveznice u stranoj valuti potencijalna su određenja rejtinga u stranoj valuti (Sutton, 2005:3). Zahtijevano servisiranje javnog i vanjskog duga, mjereno prema izvozu, te iznos državnih deviznih rezervi povezani su s kreditnim rejtinzima. Očekuje se da bi servisiranje većeg duga moglo rezultirati pogoršanjem rejtinga države, dok bi veće devizne rezerve mogle rezultirati boljim rejtingom.

Nekoliko je zajedničkih elemenata obuhvaćeno ovim definicijama. Među ostalim, rejtinzi predstavljaju rang određivanja kreditnog rizika, oni nisu samo izjave o kreditnom riziku već i moguće promjene u kreditnom riziku (primjerice smanjenje rizika ili (ne)stabilnosti izvršenja obveza) te su oni kratkoročne procjene za koje se ne pretpostavlja da fluktuiraju, prateći cikličke promjene u makroekonomskom okruženju.⁹

Tablica 1

Ključni čimbenici u procjeni kreditnog rejtinga vlada

Fitch	Makroekonomske politike, učinak, strukturne značajke ekonomije, javne financije, vanjske financije
Moody's	Ekonomska snaga, institucijska snaga, financijska snaga vlade, osjetljivost na rizik događaja
Standard & Poor's	Politički rizik, ekonomska struktura, predviđanja gospodarskog rasta, fiskalna prilagodljivost, teret duga opće države, <i>off shore</i> i potencijalne obveze, monetarna prilagodljivost, vanjska likvidnost, teret vanjskog duga

Izvori: Fitch (2010a), Moody's (2008.) i Standard & Poor's (2008.), IMF, 2010., str. 99

Mjerenje nacionalne zaduženosti prije zahtijevanog servisiranja javnog i vanjskog duga također igra ulogu u određivanju rejtinga države u stranoj valuti (Sutton, 2005:2-3). Posebice je omjer vanjskog duga/dohotka, koji uključuje dug privatnog sektora i jedan je od pokazatelja solventnosti zemlje, važna odrednica rejtinga neke države. U tom slučaju može se očekivati da bi viši omjer vanjskog duga/dohotka mogao biti praćen pogoršanjem rejtinga.

⁹ Više u IMF Working Paper (2012.).

Za određenje rejtinga država važne mogu biti i političke varijable (Sutton, 2005:3).¹⁰ Primjerice države s institucijama koje stvaraju predvidljive ekonomske politike¹¹ vjerojatno će biti viđene kao manje rizične i njihove će vlade dobiti bolji rejting. To sugerira da će vlade država s manje percipirane korupcije vjerojatno dobiti bolji rejting. Drugi razlog zašto bi percepcija korupcije mogla utjecati na rejtinge država jest taj da je u zemljama s manjom korupcijom zaštita vlasničkih prava veća. Sljedeća politička varijabla koja može utjecati na rejting, primjerice europskih država, jest buduće članstvo u Europskoj Uniji. Osim veće predvidljivosti ekonomske politike, ulazak u EU može pozitivno utjecati na rejting jer je dosad pridruživanje Uniji većinu zemalja vodilo ka donošenju boljih makroekonomskih odluka i većoj političkoj stabilnosti. Sve to sugerira da vlade zemalja koje pristupaju Europskoj Uniji mogu dobiti bolje rejtinge. Kao dosad u slučaju Hrvatske.¹²

Kreditni rejting vlade ne odražava samo njezin kapacitet da izvršava svoje dužničke obveze, već i spremnost da to čini, a povijest neizvršavanja novčanih obveza također bi mogla biti važno određenje rejtinga (Sutton, 2005:3). Pretpostavlja se da bi vlade koje su nastojale izvršavati svoje dužničke obveze u prošlosti mogle dobiti bolji rejting u budućnosti. To sugerira da bi vlade koje su nedavno imale problema s izvršavanjem dužničkih obveza mogle dobiti lošije rejtinge.¹³

¹⁰ Kreditni rejting dijelom je i političko pitanje, pa se od Vlade očekuje jasna poruka da neće odustati od toga da promijeni Hrvatsku, koliko god bilo otpora prema tome, kazao je sugovornik iz Vlade RH u očekivanju ocjene rejtinga Fitcha. Dostupno na: <http://www.novolist.hr/Vijesti/Gospodarstvo/Fitch-do-kraja-ozujka-nece-mijenjati-hrvatski-kreditni-rejting-Linic-Ovo-je-i-vise-nego-pohvalno-i-dobro>, 15. veljače 2012.

¹¹ Kreditne agencije ne daju preporuke za vođenje ekonomske politike. Gledat će prvenstveno odlučnu akciju na smanjenje fiskalnog deficita, i to putem rezanja rashoda. Druga stvar koju žele vidjeti jest liberalnija regulativa tržišta rada. Napominju da je Zakon o radu rigidniji od mađarskog, a Mađarskoj je snižen rejting. U poreznom smislu pratili bi balans između prihoda i rashoda, ne bi pozitivno ocjenjivali rast poreza, već širenje porezne baze i smanjenje opterećenja poreza na plaće. To su mjere za koje su u agencijama uvjereni da bi mogle povećati konkurentnost Hrvatske, kazao je zamjenik guvernera HNB-a Boris Vujčić nakon razgovora s predstavnicima triju najvećih kreditnih agencija gostujući na HTV-u. Dostupno na: www.hrt.hr, objavljeno 6. prosinca 2011.

¹² Više na www.hnb.hr, a ministar financija Slavko Linić kazao je kako će referendum o članstvu Hrvatske u Europskoj Uniji značiti puno za proračun, rejting i trošak zaduživanja. Želja građana da budemo dio zajedničkog tržišta znači velike prednosti za hrvatsku ekonomiju, izvoznike i tržišta kapitala. Svima nama to treba jer će rejting biti pozitivan, past će kamate i investitori će ponovno biti prisutni u Hrvatskoj. Negativan odgovor na referendumu značio bi zatvaranje zemlje te problem za izvoznike i investitore koji ne bi dobili sigurnost širokog i velikog tržišta. Dostupno na: <http://www.tportal.hr/biznis/gospodarstvo/168767/clanstvo-u-EU-treba-nam-zbog-rejtinga.html>, objavljeno 5. siječnja 2012.

¹³ Istraživanje pratećih analiza objave nekih ocjena rejtinga od strane triju velikih agencija za kreditni rejting pokazuje da su tradicionalne ocjene održivosti duga, poput fiskalne ravnoteže i razine duga, bile najčešće citirane varijable tijekom različitih ocjena rejtinga i zemljopisnih podjela te da su igrale proporcionalno veću ulogu u usmjeravanju negativnih ocjena rejtinga nego onih pozitivnih. Suprotno tomu, vanjski financijski uvjeti i politički čimbenici, čini se, znače više pri donošenju odluke o poboljšanju pozitivnog izgleda (Sutton, 2005.).

Za dodjelu kreditnog rejtinga zemljama, navode Pavković i Vedriš (2011:237), analiziraju se pokazatelji kao što je dohodak po glavi stanovnika. Što je taj dohodak veći, veća je i porezna baza i vjerojatnije je da će zemlja biti u mogućnosti izvršavati svoje obveze. Kada zemlja premaši određeni iznos dohotka po stanovniku, smatra se da je mogućnost urednog servisiranja njezinih obveza veća. Rast BDP-a ukazuje na to da će otplata dugova postajati sve jednostavnija za zemlju što je rast bruto domaćeg proizvoda veći. Inflacija kao jedan od pokazatelja ukazuje na strukturne probleme u vladinoj politici, odnosno na to da ne postoje ni mogućnost ni volja za bolji oblik financiranja od onoga izdavanjem novca i poticanjem inflacije. Stanje bilance plaćanja također je važan kriterij pri procjeni rizičnosti zemlje. Postojanje velikog deficita ukazuje na probleme i nemogućnost države da pribavi potrebna financijska sredstva.¹⁴ Ključnim čimbenikom rejtinga država smatra se i stabilnost države, i to je točka gdje buduća očekivanja, odnosno imidži, utječu na evaluacijski proces (Kunczik, 2001:15-16). Rizik država također je vrhunac rejtinga jer primjerice tvrtka smještena u nekoj zemlji još dosad nije ocijenjena višim rejtingom od onoga koji ima ta država.¹⁵

Određivanje kreditnih rejtinga velik je posao – to je „industrija kreditnih rejtinga“, smatraju Cantor i Packer (1994.).¹⁶ Rejting-agencije ovise o tome smatraju li ih investitori objektivnima i točnima, što nije lako postići s obzirom na to da ih prati cijela međunarodna ulagačka industrija. Rösner, citirana od strane Kunczika (2001:16), tvrdi da je reputacija agencija posebno ugrožena ako ne uspiju predvidjeti negativne događaje, odnosno ako je rejting predobar s obzirom na okolnosti. Rejtinzi su dobri vodiči za razmjerni kreditni rizik korporacije, iako su oni manje vjerodostojni kada se radi o riziku izdavatelja obveznica.¹⁷ Imidž velikih rejting-agencija kao kompetentnih procjenitelja rizika obveznica bez sumnje je bio srušen tijekom azijske krize, koju nisu uspjele predvidjeti.

¹⁴ Promatrani pokazatelji nisu isključivo ekonomski. Promatraju se rast populacije, struktura stanovništva prema starosti, produktivnost različitih sektora u ekonomiji, efikasnost obrazovnog sustava i njegova kvaliteta, kvaliteta državne administracije itd. (Pavković i Vedriš, 2011.).

¹⁵ Sukladno MMF-u, rejting države postavlja plafon za rejtinge koje bi mogli postići drugi dužnici – ali događaju se i neke promjene: „privatne osobe mogu biti smatrane više kreditno sposobnima od državnih“ (IMF, 1999.).

¹⁶ S&P ima više od 700 analitičara i stvara više od trećine zarade McGraw Hilla. Vlade država koje spadaju u kategoriju tržišta u razvoju trebaju platiti između 100.000 i 150.000 američkih dolara za rejting (Kunczik, 2001.).

¹⁷ Cantor i Packer, citirani od strane Kunczika (2001.) ocjenjivali su moć predviđanja kretanja rejtinga u objašnjenju presjeka prinosa na državne obveznice, mjerenih na dan objave rejtinga, kada to izravno utječe na prinos na tržištu. Otkrili su da je zarada na obveznicama nastojala rasti s padanjem rejtinga. Nadalje, saznali su da je raspon dolarskih obveznica odgovorio na objave agencija o promjeni procjene vladinog rizika. Njihovi rezultati sugeriraju da objava rejtinga utječe na tržišnu percepciju vladinih rizika. Objave rejtinga imaju vrlo značajan utjecaj na državne obveznice spekulativnog razreda, ali statistički beznačajan utjecaj na spekulativni razred tih obveznica.

2.2. Okruženje globalnih rejting-agencija

Agencije za kreditni rejting postale su iznimno važan dio financijskog okruženja, a te privatne kompanije danas procjenjuju kreditni rizik za kompanije i države učestalije nego ikada prije. Kada se govori o rejting-agencijama, obično se misli na „tri velike“ – Fitch Ratings, Moody’s i Standard & Poor’s (IMF, 2010:87).¹⁸ Profesor Brkić smatra kako je utjecaj tih triju **rejting-agencija**, koje imaju izuzetno veliku političku moć, uistinu presudan, dok istodobno nemaju nikakvu političku odgovornost.¹⁹

Od objavljenog popisa (IMF, 2010:87) 76 rejting-agencija u svijetu,²⁰ Komisija za vrijednosne papire u SAD-u prati njih deset kao nacionalno priznate statističke rejting-organizacije (engl. Nationally Recognized Statistical Rating Organizations – NRSROs), navedene u Tablici 2. Europska središnja banka prati „tri velike“ te DBRS kao „vanjske institucije za procjenu kredita“, dok japanska Agencija za financijske usluge (engl. Financial Services Agency) prati „tri velike“ i dvije japanske agencije (također NRSRO) kao „određene rejting-agencije“. Međutim samo su „tri velike“ rejting-agencije istinski globalne i pokrivaju široko područje, dok su ostale regionalne ili specijalizirane za određene proizvode. Također, njihovo pokrivanje rejtinga država nadmašuje ostale.²¹

Tablica 2
Nacionalno priznate statističke rejting-organizacije

Agencija za kreditni rejting	Sjedište	Opseg rejtinga	Broj ocijenjenih vlada	Poslovni model	Internetska stranica
A. M. Best Company, Inc.	SAD	Globalna – osiguranje	nema	Izdavatelj-plaća	www.abest.com

¹⁸ „Tri velike“ rejting agencije zauzimaju više od 90 posto ukupnog tržišta kreditnih rejtinga prema ukupnim ostvarenim prihodima industrije. Od nastanka agencija za kreditni rejting, „tri velike“ dominiraju tržištem, dok su ostale, ako su se i pokazale uspješnima, najčešće bile preuzete od strane tržišnih lidera. Razvojem industrije kreditnih rejtinga širio se opseg obuhvata predmeta procjene agencija, a najvažnije su inovacije strukturni financijski proizvodi koji su posljednjih godina postali osnovica značajnijih ostvarenih prihoda (Pavković i Vedriš, 2011.).

¹⁹ Dnevnik Nove TV, 24. siječnja 2012.

²⁰ Glavni je izvor popisa MMF-a www.DefaultRisk.com, listopad 2011.

²¹ Primjerice rejting-agencija LACE Financial ocijenila je samo 59 vlada do kraja lipnja 2010., dok je S&P ocijenio 125, Moody’s 110 i Fitch 107. One također imaju dugu povijest dodjele rejtinga vladama. Primjerice početkom 2000. godine Moody’s je ocijenio 93 vlade, S&P 82 i Fitch 65, dok su dva japanska (Alsakka i Gwilym) NRSRO-a ocijenila samo oko 20 (IMF, 2010.).

Agencija za kreditni rejting	Sjedište	Opseg rejtinga	Broj ocijenjenih vlada	Poslovni model	Internetska stranica
DBRS	Kanada	Globalna – korporacije, strukturne financije	nema	Izdavatelj-plaća	www.dbrs.com
Egan-Jones Ratings Company	SAD	Globalna – korporacije	nema	Korisnik-plaća	www.egan-jones.com
Fitch Ratings	UK/SAD	Globalna – puni spektar	107	Izdavatelj-plaća	www.fitchratings.com
Japan Credit Rating Agency, Ltd.	Japan	Japanska – puni spektar	35	Izdavatelj-plaća	www.jcr.co.jp
LACE Financial Corporation	SAD	SAD – korporacije, globalna, banke i vlade	59	Korisnik-plaća	www.lacefinancial.com
Moody's Investors Service	SAD	Globalna – puni spektar	110	Izdavatelj-plaća	www.moodys.com
Rating and Investment Information, Inc.	Japan	Japanska – puni spektar	46	Izdavatelj-plaća	www.r-i.co.jp
Realpoint LLC	SAD	SAD – strukturne financije	nema	Korisnik-plaća	www.realpoint.com

Izvor: Global Financial Stability Report Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity, poglavlje 3, 'The Uses And Abuses of Sovereign Credit Ratings', IMF, 2010., str. 87

Važnost agencija sastoji se od toga što budući zajmoprimci obično moraju steći kreditni rejting prije nego što povuku novac na tržištima kapitala. Rejtinzi osiguravaju budućim zajmodavcima vodiče o kreditnim sposobnostima zajmoprimca, koji pridonose određivanju kamatnih stopa ili cijena koje zajmoprimci moraju platiti za financiranje. Međutim procjene privatnih rejting-agencija, koje su osmišljene za privatna financijska tržišta, utječu i na javno područje – regulatori diljem svijeta koriste ih primjerice za procjenu rizika portfelja banaka i određivanje koliko kapitala institucije moraju držati za zaštitu od insolventnosti. Sa sve većim naglaskom regulatora na riziku kao temelju adekvatnosti kapitala procjena rejting-agencija toga rizika prema učinku pretvorena je u javno dobro.²²

²² Stavljanje agencija za kreditni rejting – većinom Standard & Poor'sa, Moody'sa i Fitcha – u zakono-

Danas, nakon financijskog sloma, svi se slažu, navodi Stiglitz (2010:12-13), da je rejting-agencije potrebno regulirati više nego što su bile regulirane prije krize. Nedovoljna regulacija košta puno: krize bi mogle biti manje učestale i jeftinije, cijena regulatora i regulacija mogla bi iznositi razmjerno manje od troškova krize. Tržišta su očigledno pala – i padaju vrlo često.²³ Vlasti mnogih zemalja trenutačno traže načine kako smanjiti zakonsko oslanjanje na kreditne rejtinge, no svjesne su da se ne mogu vratiti inferiornim alternativama, poput sustava neosjetljivih na rizik (engl. *risk-insensitive systems*; primjerice Sporazum Basel I),²⁴ ili sustavima temeljenim na modelu koji još nije dovoljno čvrst (IMF, 2010:93). Druge opcije koje se istražuju uključuju usmjeravanje institucija na provođenje odgovarajućeg „dubinskog snimanja“ (engl. *due diligence*).

Među zabrinutostima vezanima uz rejting-agencije tu je i ona o sukobu interesa koji izvire iz modela izdavatelj-plaća (engl. *issuer-pay model*) (IMF, 2010:94). Trenutačno sve kreditne rejtinge plaćaju izdavatelji instrumenata, što ih može poticati na kupnju najboljih ocjena. Nadalje, neki stručnjaci smatraju da bi model investitor-plaća (engl. *investor-pay model*), u kojemu rejtinge plaća ulagač putem pretplate, također mogao dovesti do sukoba interesa. Naime neki bi veliki ulagač mogao utjecati na rejting-agencije tako da osigura niže početne rejtinge, čime se mogu osigurati viši prinosi, dok institucije koje zbog zakonskih obveza mogu ulagati samo u visoko rangirane instrumente mogu pritiskati rejting-agencije da procjene rejting investicijskog razreda za određenu vrijednosnicu.²⁵

Tijekom aktualne financije krize neke zemlje poduzele su korake (vidi Dodatak 1) prema poboljšanju regulatornog okvira za rejting-agencije,²⁶ usmjerujući se na regi-

stavstvo javnog sektora imalo je dvije posljedice. Prvo, promijenjena je priroda regulacije bankarstva, od oslanjanja na statični, fiksirani postotak za korištenje dinamične ocjene koji se može promijeniti sukladno procjeni kreditnog rizika od strane rejting-agencija. To je uvelo veću sofisticiranost, ali i veću složenost i mogućnost nekorektne, zastarjele ili na neki drugi način varljive procjene rizika. Drugo, to je odvelo do zaklona privatnih osoba u regulaciji – područja obično rezerviranog za javni sektor.

²³ Agencijski je problem moderan. Moderne korporacije s mnoštvom malih dioničara temeljno su različite od obiteljski vođenih poduzeća. Postoji odvojeno vlasništvo i nadzor u kojem menadžment, imajući dio kompanije, može voditi korporaciju većinom za osobnu korist. Problem agencija također je u procesu ulaganja: mnogo je učinjeno kroz mirovinske fondove i druge institucije. Oni koji donose odluke o ulaganjima – i procjenjuju svojstva korporacije – ne čine to u svoju korist, već u korist onih koji su svoj novac povjerali njihovoj brizi. Cijeli lanac zabrinutosti o ponašanju agencija preveden je na usmjerenost na kratkoročne povrate (Stiglitz, 2010.).

²⁴ The New Basel Capital Accord, Basel Committee of Banking Supervision. Više na: <http://www.bis.org/publ/bcbsca03.pdf>

²⁵ Reforma financijskog sektora u SAD-u, pretvorena u zakon u srpnju 2010., zahtijeva od nekoliko agencija provođenje studija različitih prijedloga za rad sa sukobom interesa koji proizlazi iz modela izdavatelj-plaća (IMF, 2010.).

²⁶ Sporazum Basel II traži dodatne nijanse u regulatornim standardima. Više u Rezultatima upitnika o novom bazelskom sporazumu o kapitalu (Basel II) (HNB, 2004.). Dostupno na: <http://www.hnb.hr/supervizija/implementaacija-dkz/basel2/h-rezultati-upitnika-o-novom-bazel-sporazumu.pdf>

straciju, poboljšanje nadzora i transparentnost. Neke zemlje također se kreću prema smanjenju ovisnosti o kreditnim rejtinzima, pravilima i zakonima.²⁷ Tako je Europski parlament raspravljao o regulaciji agencija u lipnju 2012. te prihvatio prijedlog kojim se ulagačima omogućuje da tuže agencije koje prekrše pravila u zemlji u kojoj je nastala šteta investitorima te da se agencijama ograniče promjene rejtinga državnih dugova 27 zemalja članica EU-a na dva ili tri fiksna datuma svake godine, što mora biti najavljeno u godišnjem rasporedu.²⁸

3. Kreditni rejtnzi država tijekom financijskih kriza

3.1. Neuspjeh rejting-agencija tijekom azijske krize

Rejting-industrija nije predvidjela ni meksičku²⁹ ni azijsku financijsku i valutnu krizu, iako je Moody's smanjio rejtinge Južnoj Koreji i Tajlandu uoči krize (Kunczik, 2001:33). MMF je (1999a:136) identificirao tri objašnjenja neuspjeha u predviđanju azijske krize. Prvo, smatra da su rejting-agencije pod utjecajem naknada koje primaju od ocijenjenih izdavatelja. Zbog toga bi agencije mogle oklijevati smanjiti ocjene izdavateljima kako ne bi naštetile poslovnim odnosima u kojima ostvaruju prihode. Drugo, agencije su navodno protiv volje smanjile rejtinge država zbog straha od produbljenja krize ukoliko to ne učine. Konačno, neki stručnjaci tvrde da su rejting-agencije neadekvatno ekipirane i zbog toga nisu na visini zadatka. Nadalje, MMF naglašava da su se rejting-agencije tijekom azijske krize ponašale poput drugih ulagača i reagirale u panici.³⁰

²⁷ Više u IMF (2010.).

²⁸ Europski parlament ublažio je polovinom lipnja 2012. prijedlog o regulaciji rejting-agencija, pod pritiskom banaka i tvrtki koje tvrde da je taj prijedlog neprimjenjiv, pa čak i kontraproduktivan. Prijedlog da kompanije i banke moraju svake tri godine promijeniti rejting-agenciju bit će ublažen; to će se morati učiniti svakih pet godina, i to za vrlo specifične vrste kredita. Najveće europske tvrtke i banke puno su lobirale po tom pitanju, upozoravajući na to da će ih prisiljavanje da jednu agenciju zamijene drugom, a njih je u svijetu malo, primorati da koriste agencije s manjim kredibilitetom, što bi moglo zabrinuti investitore iz SAD-a i Azije. Predlagači reforme smatrali su da bi zamjena rejting-agencija svake tri godine povećala standarde i konkurenciju na tržištu. No Odbor Europskog parlamenta za ekonomska pitanja glasao je u korist zamjene agencija svakih pet godina, i to samo za ocjene strukturiranih proizvoda, što je znatno odstupanje od prvotnog prijedloga. Unatoč toj ublaženoj odredbi, reformi se i dalje protivi dio industrije. Udruga za financijska tržišta u Europi, lobistička skupina velikih banaka, smatra da je obvezna rotacija agencija pretjerana te da bi mogla naškoditi oživljavanju tržišta sekuritizacije, što je nužno za financiranje banaka. Više na: <http://www.euractiv.com>.

²⁹ Primjerice Larrain, Reisen i von Maltzan (1997.) tvrdili su da je meksička kriza od 1994. do 1995. „proizvela osjećaj da rejting-agencije reagiraju na događaje radije nego da ih anticipiraju“ (Kunczik, 2001.).

³⁰ Snažno smanjenje rejtinga vlada Južne Koreje i Tajlanda ubrzalo je bijeg kapitala: „Umjesto da su bile važna stabilizirajuća sila, glavne rejting-agencije nisu se ponašale puno drugačije od ogromne većine sudionika“ (IMF, 1999a).

Dok su rejtinzi država prije krize bili previsoki, može se raspravljati jesu li agencije pretjerano reagirale i u nekim slučajevima otišle u drugu krajnost.³¹ U Godišnjem izvještaju MMF-a³² istaknuto je: nekoliko direktora zabilježilo je da ključne rejting-agencije nisu uspjele predvidjeti azijsku krizu i potom su je pogoršale kad su oštro smanjile kreditne rejtinge niza zemalja. Nakon što je počela kriza, rejtinzi nekih država smanjeni su do statusa „smeća“ i, prema Reisenu i von Maltzan, citiranim od strane Kunczika (2001:34), „smanjivanje rejtinga azijskim vladama pojačalo je krizu“.³³ Autori tvrde da, ako rejting države zaostaje, umjesto da vodi financijska tržišta, a ima utjecaj na tržište, poboljšanje rejtinga moglo bi pojačati euforična očekivanja i poticati pretjeran priljev kapitala tijekom „buma“ na tržištu. Tijekom potopa smanjenje rejtinga moglo bi pak pojačati paniku među investorima, potaknuti odljev novca iz zemlje i povećati zaradu na državnim obveznicama. Ako je ta dijagnoza točna, agencije su igrale središnju ulogu u azijskoj krizi i predstavljale tijekom financijske krize iz 1997./1998. prociklički element u globalnom tijeku kapitala. Prema MMF-u, smanjenje rejtinga Južne Koreje bilo je vjerojatno najveće i najoštrije u povijesti rejtinga država.³⁴

Nakon azijske krize Moody's, S&P i Fitch-IBCA priznali su da bi trebalo promijeniti paradigme u tehnologiji ocjena rejtinga. MMF (1999:211) izvještava da su pri određivanju rizika zemlje identificirali tri slabosti:

- 1 razvoj u globalnoj ekonomiji nadmašio je poboljšanja u analitičkim kapacitetima struke za određivanje rizika zemalja (povećale su se složenost i globalna međuovisnost nacionalnih ekonomija; širenje i globalna međuovisnost financijskih tržišta);
- 2 struktura profesije za određivanje rizika zemlje, koja se razvila za podršku sekuritizaciji i trgovanju, smanjila je sposobnost analitičara da otvoreno daju neovisne, dugoročne procjene osnovnih pokazatelja zemalja;
- 3 čak i kada su bile dostupne, procjene rizika kvalitete obično nisu bile na odgovarajući način uključene u procese donošenja odluka.

³¹ *Financial Times*, 9. kolovoza 1999., str. 4

³² Više na: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/1999/pdf/file2.pdf>.

³³ Na mnogo načina: komercijalne banke ne bi više mogle izdavati međunarodne akreditive za lokalne izvoznike i uvoznike; međunarodni ulagači trebaju se riješiti azijske imovine, kao što im je bilo potrebno održavati portfelje vrijednosnica investicijskog razreda; strani kreditori imali su pravo opozvati kredite zbog smanjenja rejtinga (Kunczik, 2001.).

³⁴ Vlada te zemlje došla je u MMF 21. studenog po 55 milijardi dolara paketa spašavanja. Tek su nakon toga rejting-agencije „ošamarile“ Koreju smanjenjem rejtinga. Moody's je 27. studenog promijenio rejting prvi put nakon sedam godina. U mjesec dana to je smanjilo dugoročni rejting Koreje za oko šest razina, s A1 na Ba1 – na isti status „smeća“ kao Barbados i Egipat (IMF, 1999a).

Kao posljedicu neuspjeha rejting-agencija, MMF i Bazelski odbor (engl. Basel Committee) nastoje razviti kriterije za selekciju agencija.³⁵ MMF je u ugovorima agencija uvidio da ima prostora za poboljšanje analiza rejtinga, da je nedostatak alata vjerodostojnosti „pomalo iznenađujući“ i da je potrebno „više analiza“. Time su odbačene kritike o kvaliteti ljudskog potencijala što ga agencije zapošljavaju.³⁶

Mnogi ekonomisti tada su tvrdili da su rejting-agencije pogoršale azijsku krizu, prvo zato što nisu detektirale problem, a potom smanjujući rejtinge više nego što su sugerirale ekonomske osnove. Neki pak stručnjaci, koji su analizirali neuspjeh u predviđanju financijske krize, zaključili su da je krizu teško predvidjeti – ako ne i nemoguće – za sve relevantne sudionike na tržištu.

Tablica 3

Rejtinzi „neuspjeha“ tijekom azijske krize iz 1997./1998. godine

	Fitch			Moody's			S&P		
	Početak	Kraj	Razine	Početak	Kraj	Razine	Početak	Kraj	Razine
Indonezija	BBB-	B-	-6	Baa3	B3	-6	BBB	B-	-7
Koreja 1	AA-	B-	-12				AA-	B+	-10
Koreja 1	B-	BBB-	6				B+	BBB-	4
Malezija				A1	Baa3	-5	A+	BBB-	-5
Rumunjska				Ba3	B3	-3	BB-	B-	-3
Rusija	BB+	B-	-5	Ba2	B3	-4	BB-	B-	-3
Tajland				A2	Ba1	-5	A	BBB-	-4
Venezuela				Ba2	B2	-3			

Izvori: Fitch, Moody's i Standard & Poor's

Bilješka: Tablica prikazuje uzastopno smanjenje ili povećanje za ukupno tri ili više razina tijekom bilo kojeg previranja u razdoblju od 12 mjeseci, isključujući smanjenja ili povećanja unutar, izvan ili između CCC- i Caa-kategorije smanjenja; od 1997. do siječnja 1999.

¹ Rejting Koreje bio je smanjen od strane Fitcha i S&P-a tijekom razdoblja od listopada 1997. do prosinca 1997.; i tada se dogodio niz povećanja između veljače 1998. i siječnja 1999.; IMF, 2010., str. 113.

³⁵ MMF predlaže ocjenu agencija praćenjem njihovih podataka u hvatanju njihovih rizika. Drugo, trajnost rejtinga trebala bi biti provjerena, primjerice jačim predviđanjem vrijednosti rejtinga – što su izdržljiviji, to će se manje često mijenjati. Treće, preporučuje se usporedba tržišta, primjerice praćenje podataka i trajnost rejtinga trebali bi biti uspoređivani na tržištu. Bazelski odbor za nadzor banaka (engl. The Basel Committee on Banking Supervision) predlaže korištenje sljedećih kriterija za odabir institucija kvalificiranih za stvaranje rejtinga za korištenje u novoj shemi za ponderiranje rizika: objektivnost, neovisnost, transparentnost, kredibilitet, međunarodni pristup, izvori, prepoznavanje (od strane nacionalnih nadzornih tijela). Posebice transparentnost, koja podrazumijeva javnu dostupnost procjena, što dosad nije zajamčeno. Opasnost leži u tome da bez konkretnih pravila ti prijedlozi mogu ostati samo prazna priča (Kunczik, 2001.).

³⁶ Više u Sinclair (2005:164)

3.2. Rejtinzi i aktualna financijska kriza

Aktualna kriza smatra se jednim od najtraumatičnijih globalnih događaja u posljednjem stoljeću jer je izbila u razvijenim gospodarstvima i izazvala paniku diljem elitnih krugova tih zemalja, dok su napori na ponovnom stjecanju povjerenja u financijska tržišta frustrirajući (BOE, 2008.).

Tablica 4
Rejtinzi „neuspjeha“ tijekom krize od 2007. do 2010. godine

	Fitch			Moody's			S&P		
	Početak	Kraj	Razine	Početak	Kraj	Razine	Početak	Kraj	Razine
Grčka	A	BBB-	-4	A1	Ba1	-6	A-	BB+	-4
Island 1	A+	BBB-	-5	Aaa	Baa1	-7	A+	BBB-	-5
Island 1				A1	Baa3	-5			
Irska	AAA	AA-	-3						
Latvija	BBB+	BB+	-3	A2	Baa3	-4	BBB+	BB	-4
Litva	A	BBB	-3						
San Marino	AA	A	-3						

Izvori: Fitch, Moody's i Standard & Poor's

Bilješka: Tablica prikazuje uzastopno smanjenje ili povećanje za ukupno tri ili više razina tijekom bilo kojeg previranja u razdoblju od 12 mjeseci, isključujući smanjenja ili povećanja unutar, izvan ili između CCC- i Caa-kategorije smanjenja; od 2007. do lipnja 2010.

¹ Smanjenje rejtinga Islanda od strane Moody'sa uključuje razdoblja preklapanja. Prvo razdoblje uključuje smanjenja od svibnja 2008. do kraja prosinca 2008., dok drugo razdoblje uključuje smanjenja od 1. prosinca 2008. do kraja studenog 2009. To znači da oba razdoblja uključuju smanjenje za tri razine 4. prosinca 2008.; IMF, 2010., str. 113.

Prema Stiglitzu (2010:1), „jedino iznenađenje u vezi s financijskom krizom iz 2008. bilo je to da je iznenadila mnoge. Za neke promatrače bila je školski primjer kako nije bila sasvim predvidljiva, ali djelomice jest. Neregulirano tržište novih financijskih instrumenata, napuhane cijene na tržištu nekretnina, kao i nabujalo kreditiranje, bili su otrovna kombinacija. Dodajmo tomu fiskalni i trgovinski deficit SAD-a te golemu akumulaciju dolarskih rezervi u Kini – neuravnoteženu globalnu ekonomiju – i jasno je da su stvari zastrašujuće pogrešne. Ono što je bilo drugačije u odnosu na prethodne krize jest to da je ova nosila oznaku 'Proizvedeno u SAD-u'. I dok su prethodne krize bile ograničene, ova se brzo proširila diljem svijeta. Mi volimo misliti o našoj zemlji kao jednom od motora globalnoga gospodarskog rasta, izvozniku zdravih ekonomskih politika – ne recesije. Posljednji put SAD je veliku krizu izveo tijekom Velike depresije iz 1930-ih“. Wall Street je od 2002. do 2007. odobrio 3.200 milijardi dolara loših kredita

klijentima s neregistriranim primanjima. Investicijske banke, koje su kod Moody'sa i S&P-a imale vrhunske AAA-rejtinge, „pakirale“ su veći dio tog duga u složene financijske investicijske instrumente. U manjkavim ocjenama vrijednosnih papira, koji su kasnije postali bezvrijedni, leže korijeni najgore financijske krize od Velike depresije (Smith, 2008.).

Dok je laka dostupnost rejtinga, što se kasnije pokazalo manjkavim, poticala rast tržišta, smanjenje rejtinga ubrzalo je kolaps tržišta. Financijska kriza, a kasnije i recesija u razvijenim zemljama svijeta, posljedica su nabujalih ulaganja u visokorizične strukturirane vrijednosnice, zablude da cijene nekretnina mogu neprestano rasti, da sekuritizirani zajmovi³⁷ ne dovode do rizika, odluke hipotekarnih kreditora da snize standarde za odobravanje kredita i prošire poslovanje na visokorizične tržišne segmente. Pritom rejting-agencije nisu prepoznale ni opasnost od povećane sklonosti ulagača prema rizičnijim investicijama. Prvotno su rejting-agencije te investicije nagrađivale visokim rejtingima, da bi se one kasnije pokazale potpunim promašajem. Brzina urušavanja vrijednosti tih investicija i golemi gubici ulagača dodatno su produbili krizu, posebice u ranijoj fazi (Katz i Salinas, 2009:3).

Među krivcima za slom tržišta bile su i rejting-agencije koje su izvedene vrijednosne papire ocjenjivale najvišim ocjenama, a da zapravo iza tih papira nisu stajale realne vrijednosti, što se kasnije i pokazalo. To je dovelo do kolapsa Lehman Brother-sa, jedne od vodećih investicijskih banaka, a nakon toga šoka na financijskim je tržištima zavlдалo nepovjerenje prema izdavateljima, bez obzira na to radilo se o državama ili privatnim izdavateljima. Pritom je došlo do propusta političkih elita koje nisu regulirale djelovanje rejting-agencija, osobito u SAD-u. Danas imamo agencije koje su izgubile vjerodostojnost u krizi, ali njima se još uvijek vjeruje i zbog toga je njihov utjecaj na financijsko tržište i dalje izrazito snažan.³⁸ Globalna financijska kriza za Sinclaira (2010.) kriza je na konstitutivnoj razini. To odražava dubinski gubitak povjerenja u temelje infrastrukture tržišta kapitala. Taj gubitak povjerenja više je društveni nego tehnički proces i povezan je sa zakonskim propisima. Kao i za Velike depresije, počinjena je velika šteta društvenim odnosima koji podupiru globalne financije, poput reputacije rejting-agencija i povjerenja koje financijski moćnici imaju jedni u druge, pa će za oporavak trebati proći godine. Usred previranja na tržištima političari i njihovi savjetnici vjeruju da rejting-agencije „igraju glavnu ulogu na financijskim tržištima“ i da rad agencija mora biti „poboljšan“, kako na području

³⁷ Sekuritizaciju čine poslovi pretvaranja nelikvidne u likvidnu financijsku imovinu, pri čemu nelikvidna financijska imovina (npr. portfelj kredita) najčešće služi kao osiguranje za izdavanje vrijednosnih papira, i/ili poslovi prijenosa rizika takve imovine. Više na <http://www.arhivanalitika.hr>.

³⁸ Ekonomski analitičar Damir Novotny. Dostupno na: <http://www.vjesnik.hr>, objavljeno 8. prosinca 2011.

ocjenjivanja složenih financijskih instrumenata, poput strukturiranih financija, tako i izbjegavanjem mogućeg sukoba interesa.³⁹

Prema Brkiću (2012.), potpuno je paradoksalno da agencije privatnoga kapitala procjenjuju rejtinge kompletnih nacionalnih ekonomija. Tko sve stoji iza toga, možemo samo nagađati. Ne smatra se, kazao je, zagovornikom teorija urote, ali neki će reći da iza toga vjerojatno stoje određene korporacije i lobiji.

3.3. Prelijevanje efekta smanjenja rejtinga država

Razvoj krize označio je važne razlike u performansama i razinama prihoda diljem regija (IMF, 2010:102). Primjerice Latinska Amerika i Bliski istok nastavili su bilježiti pozitivne ocjene rejtinga prije i nakon bankrota Lehman Brothersa, kao što su mnoga tržišta u nastajanju pokazala značajnu otpornost tijekom krize. S druge strane europska regija, koju je kriza jače pogodila, naknadno je prošla jako loše. Istraživanja prelijevanja efekta smanjenja rejtinga europskih država u razdoblju od 2007. do 2010. pokazala su da smanjenje rejtinga ima statistički učinak prelijevanja diljem zemalja i financijskih tržišta (IMF, 2010:88). Učinak prelijevanja ovisi o vezama između zemalja. Kriza eura istaknula je međuovisnost različitih financijskih tržišta. Ta je kriza dovela do smanjenja kreditnog rejtinga niza država, rasta CDS-ova⁴⁰ (engl. *credit default swap* – CDS) i pritiska na tržište dionica.

Jesu li vijesti o kreditnom rejtingu u jednoj zemlji imale utjecaja na financijska tržišta u drugoj zemlji⁴¹ na području Europe? Financijska tržišta diljem eurozone bila su pod pritiskom, iako je smanjenje rejtinga bilo koncentrirano na nekoliko zemalja,

³⁹ Ministar financija Sjedinjenih Država Henry Paulson na kraju predsjednikovanja Georgea W. Busha pojasnio je ulogu rejting-agencija kada je predstavljao izjavu Predsjednikove radne skupine o financijskim tržištima u ožujku 2008. Priopćenje za javnost, 13. ožujka 2008. Dostupno na www.treas.gov/press/releases/hp872.htm.

⁴⁰ Svaki financijski proizvod koji u nazivu ima riječ „zamjena“ (engl. *swap*) znači da dotična transakcija podrazumijeva zamjenu dvaju različitih potraživanja. U ovom slučaju CDS podrazumijeva kupnju ili prodaju zaštite od rizika neispunjenja obveza određenog poduzeća. Zato se CDS koristi kao zaštita od kreditnog rizika. Kupnjom CDS-a imatelj se štiti od mogućnosti da to poduzeće ne ispuni svoje obveze. Prodavatelj zaštite imatelju će isplatiti glavnice iz transakcije s dotičnim poduzećem, a imatelj će prodavatelju isporučiti obveznicu ili zajam toga poduzeća. Mnoga se financijska društva služe CDS-ovima kako bi smanjila rizik druge ugovorne strane, a da iste mogu istovremeno zadržati kao klijente. Dostupno na: <http://zse.hr>.

⁴¹ Hrvatsku jednim dijelom može povući bujica pada rejtinga u državama članicama Europske Unije. Završetak pregovora i datum ulaska u Uniju trebali su nam prema logici stvari ojačati rejting, a sada su nam uteg i postaju jednim dijelom izvor naših problema, napomenuo je sugovornik iz Vlade RH u očekivanju ocjene rejtinga Fitcha. Više na: <http://www.novolist.hr/Vijesti/Gospodarstvo/Fitch-dokraj-a-ozujka-nece-mijenjati-hrvatski-kreditni-rejting-Linic-Ovo-je-i-vise-nego-pohvalno-i-dobro>, objavljeno 15. veljače 2012.

poput Grčke, Irske, Portugala i Španjolske (IMF, 2010:88). Istraživanja utjecaja vijesti o kreditnim rejtinzima na financijska tržišta diljem eurozone ukazala su na međuovisnost financijskih tržišta i omogućila identificiranje tržišta i zemalja najviše pogođenih smanjenjem rejtinga. Najvažniji rezultat bio je taj da smanjenje rejtinga ne utječe samo na financijska tržišta u zemlji kojoj je smanjen rejting, već i u drugim zemljama eurozone.⁴² Eurozona funkcionira prema načelu spojenih posuda, pa je evidentno da se, pogotovo zbog velike globaliziranosti financijskog sektora, problemi u jednoj članici preslikavaju na sve članice.⁴³

Protetkih nekoliko godina financijske krize ocjene agencija za kreditni rejting izazivale su burne reakcije političara.⁴⁴ Zbog najave rejting-agencije Standard & Poor's da će sniziti rejting cijeloj eurozoni ukoliko na samitu (Europske Unije u prosincu 2011., op. a.) ne bude dogovora oštro je pao tečaj eura.⁴⁵

U svjetlu aktualne financije krize i smanjenja rejtinga europskim državama sve su češća pitanja o koristi agencija za dodjelu kreditnih rejtinga i točnosti njihove procjene kreditnog rizika. Jedni rejting-agencije smatraju isključivim krivcima za stanje na financijskim tržištima (Gapper, 2011:9).⁴⁶ One su stranka koja alkemijom pretvara vrijednosne papire iz F-ocjene u A-ocjenu. Banke ne bi mogle napraviti ono što jesu bez sudjelovanja ocjena agencija.⁴⁷ U rejting-agencijama odgovaraju kako nisu jedini krivci – „zar je S&P trebao šutjeti dok političari još jednom raspravljaju o spašavanju

⁴² Primjerice, austrijski CDS-ovi i indeksi na burzama kretali su se oštro slijedeći smanjenje rejtinga baltičkih zemalja, dok je kreditni rejting Austrije ostao nepromijenjen. Mogući kanal tog prelijevanja bio je izloženost austrijskih banaka u baltičkim zemljama (IMF, 2010.).

⁴³ Zdeslav Šantić, glavni ekonomist SG Splitske banke. Dostupno na: <http://www.vjesnik.hr>, objavljeno 8. prosinca 2011.

⁴⁴ Tomu u prilog svjedoči i tadašnja reakcija Christiana Noyera, dužnosnika Europske središnje banke (ECB), koji je istaknuo kako se te agencije izlažu opasnosti da upravo njihovi potezi pogoršaju dužničku krizu u eurozoni, nakon što je agencija Standard & Poor's zaprijetila masovnim snižavanjem rejtinga državama eurozone. Više na: <http://www.vjesnik.hr>, objavljeno 8. prosinca 2011.

⁴⁵ Tada se nije predviđala masovna prodaja eura, kazao je Brkić, a euro je druga valuta svijeta. Propast eura doslovno znači propast financijske arhitektonike svijeta. Zbog toga je to toliko važno. I zato će se svi oko toga angažirati, naravno vodeći računa o vlastitom ekonomskom interesu. Dostupno na: <http://www.hrt.hr>, objavljeno 6. prosinca 2011.

⁴⁶ Reakcije europskih političara i bankara na upozorenje S&P-a o smanjenju rejtinga 15 država eurozone: „Divlje, pretjerano i nepošteno“, požalio se Jean-Claude Juncker, premijer Luksemburga. „Ova zapažanja dolaze potpuno u suprotnosti s događajima“, rekao je Christian Noyer, predsjednik Banque de Francea. „Vrlo politički motivirana akcija“, kazao je Ewald Nowotny, guverner središnje banke u Austriji. Postoje problemi s rejting-agencijama. „Tri velike“, S&P, Moody's i Fitch, ostaju dominantne, a tržišta, središnje banke i regulatori nastoje da se njihove izjave uzimaju ozbiljno. To je nalik na kazališnog kritičara *New York Timesa* koji može maknuti s repertoara neki *show* na Broadwayu jednim lošim pregledom. Najbolja stvar koja se može učiniti kako bi se agencije spriječilo u obnašanju takve moći jest da ih se prestane promovirati (Gapper, 2011.).

⁴⁷ Kazao je Stiglitz, citiran u Smith (2008.).

eurozone (...) Investitori ne vole jalove političke odgovore kakvi su bili dosad (...) Ako političari ne žele da investitori kritiziraju njihov rad, trebali bi prestati uzimati kredite. Sve što S&P i drugi rade jest ponuda mišljenja o vjerojatnosti da državne obveznice budu otplaćene, što je legitimna aktivnost. Izdavatelji plaćaju rejtinge jer to proširuje skupinu investitora“. Njemačka kancelarka Angela Merkel odgovorila je S&P-u: „Ono što rejting-agencije rade njihova je vlastita odgovornost“ (Smith, 2008.).

Neki smatraju, pisao je *Financial Times*, kako nema razloga da političari eurozone dužničku krizu država koriste za diktiranje agencijama kako da rade. Agencije ostaju zaštićena vrsta jer središnje banke koriste ocjene službeno priznatih agencija za svoje svrhe, uključujući odlučivanje o tome koje kolaterale uzeti od banaka i za procjenu najrizičnije imovine.⁴⁸

Današnja situacija nova je i za rejting-agencije. One se nalaze u nezavidnom položaju s obzirom na poteškoće i pogrešne procjene prije izbijanja financijske krize u SAD-u. Jasno je da sada ni one ne znaju kako reagirati. Činjenica je da je njihov utjecaj na kretanja na financijskim tržištima značajan i ne može ih se nikakvom zakonskom regulativom isključiti s tržišta, niti smanjiti njihov utjecaj, jer bi se time samo dodatno povećali neizvjesnost tržišnih sudionika i negativni efekti. Naravno, agencije će morati promijeniti način svog izračuna i postati transparentnije, no ne treba ih ukidati.⁴⁹

Bilo kako bilo, nizu zemalja eurozone⁵⁰ u više su navrata⁵¹ snižavani kreditni rejtinzi zbog njihovih golemih državnih dugova. To je izazvalo opće pogoršanje kreditnih

⁴⁸ Michel Barnier, povjerenik za unutarnje tržište, predstavio je prijedloge za nadzor rada agencija – uključujući napušteni plan suspendiranja nekih ocjena u „izvanrednim okolnostima“. On kaže da želi otvoriti tržište na primjer nametanjem obvezne rotacije tvrtki za rejting, ali bi ih njegov prijedlog mogao staviti u ravnopravan odnos s onim bankama koje su „prevelike da propadnu“. One će postati regulirana tijela s implicitnim pečatom odobrenja umjesto da se natječu s drugim, jednako istraživačkim skupinama (Gapper, 2011.).

⁴⁹ Zdeslav Šantić, glavni ekonomist SG Splitske banke. Više na: <http://www.vjesnik.hr>, objavljeno 8. prosinca 2011.

⁵⁰ Standard & Poor's (S&P) snizio je primjerice 27. travnja 2012. kreditni rejting Španjolske za dvije razine, navodeći kao razlog očekivanje da će se proračunski manjak zemlje pogoršati zbog pada gospodarske aktivnosti i da će zemlja vjerojatno morati dodatno poduprijeti banke. S&P snizio je španjolski dugoročni kreditni rejting s A na BBB +, uz negativnu prognozu, što upućuje na moguće dodatno snižavanje rejtinga u bliskoj budućnosti. Dostupno na: www.hina.hr.

⁵¹ Moody's Investors Service snizio je 16. lipnja 2012. rejting državnog duga Španjolske za tri razine, ocjenjujući da će novoodobreni plan eurozone za pomoć španjolskim bankama dodatno povećati teret dugova te prezadužene zemlje. Rejting je tako snižen na Baa3 s A3, priopćila je Agencija. Ujedno su kazali da bi mogli dodatno sniziti rejting Španjolske, upozoravajući na vrlo ograničen pristup Vlade u Madridu međunarodnim tržištima dugova i na slabo gospodarstvo. Rejting je odmah stavljen na razmatranje radi mogućeg daljnjeg snižavanja, koje bi moglo uslijediti unutar iduća tri mjeseca, kaže se u priopćenju Moody'sa. Dostupno na: www.hina.hr.

rejtinga država.⁵² Međutim činilo se da su neke od tih negativnih promjena rejtinga iznenadile tržišta, posebice razmjera promjena (IMF, 2010:103). Tako se činilo da je Moody'sovo smanjenje rejtinga Grčke za čak četiri razine u lipnju 2010. uhvatilo „tržište na spavanju“, premda se nazirala ta mogućnost jer je u travnju Moody's stavio Grčku u proces revizije zbog mogućeg smanjenja rejtinga. To ukazuje, smatra MMF (2010.), da nije dovoljno pozornosti bilo usmjereno detaljnijim analizama i informacijama te promjenama u izgledima.

Analize čimbenika koji utječu na rejtinge država pokazuju da rejting-agencije pri ocjenjivanju uzimaju u obzir niz temeljnih čimbenika i procjenjuju ih vrlo dinamično (IMF, 2010:113). Iako postoje metodološke razlike između „tri velike“ rejting-agencije, njihovi rejtinzi prate jedni druge vrlo tijesno. Također, smanjenje rejtinga Grčkoj⁵³ otvara neka važna pitanja u vezi s podacima, posebice s poštivanjem točnosti i pokrivenosti (primjerice potencijalne obveze kakve osiguravaju vlade). Stoga, kao što je to bilo i u slučaju izdavanja strukturnih kreditnih proizvoda, vlade trebaju učiniti više za osiguravanje relevantnih informacija i na vrijeme za rejting-agencije i ostale sudionike na tržištu, a kako bi se omogućila izrada neovisnih kreditnih analiza. To bi trebalo uključiti i objavu potencijalnih obveza. U tom smislu MMF potiče države da pripremaju i javno objavljuju podatke o fiskalnom riziku.

4. Zaključno razmatranje

Agencije za kreditni rejting mogu igrati važnu i pozitivnu ulogu na tržištu kapitala, posebice korištenjem svojih ekonomija skale za osiguranje cjenovno učinkovitog servisa informacija koji povećava skupinu potencijalnih zajmoprimaca i promovira likvidnost tržišta. Većim dijelom one su pozitivna sila na tržištu fiksnih prihoda, posebice na njihovim tradicionalnim korporacijskim i tržištima državnih obveznica. Međutim oštro smanjenje rejtinga strukturiranih kreditnih proizvoda, koje je uslijedilo tijekom krize drugorazrednih hipotekarnih kredita u SAD-u, i još aktualnijeg smanjenja rejtinga europskih država, usmjerilo je pozornost na rejting-agencije i njihove metodologije određivanja rejtinga. Ocjena strukturnih proizvoda otkrila je neke nedostatke u finan-

⁵² Agencija Fitch 22. svibnja 2012. snizila je rejting Japana za dugoročno zaduživanje u stranoj i lokalnoj valuti, uz negativnu prognozu, upozoravajući na visoke razine dugova te zemlje. Fitch je snizio rejting za dugoročno zaduživanje u stranoj valuti za dvije razine, na A+. Snizena je i daleko važniji rejting za dugoročno zaduživanje u lokalnoj valuti, i to za jednu razinu, također A+. Za oba rejtinga prognoza je negativna, stoji u priopćenju agencije Fitch. Upozorili su također na mogućnost daljnjih sniženja rejtinga ako Vlada u Tokiju ne poduzme nove mjere fiskalne politike kako bi se stabilizirale državne financije i razina javnog duga, promatrana kao udio u bruto domaćem proizvodu (BDP). Više na: www.hina.hr, objavljeno 22. svibnja 2012.

⁵³ Više u kronologiji aktivnosti ocjena kreditnog rejtinga Grčke, siječanj 2009. – kolovoz 2010. (IMF,2010:107).

cijskom sustavu, poput prevelikog oslanjanja na rejtinge, ali i neke druge zabrinjavajuće aspekte filozofije rejting-agencija.

Istraživanje MMF-a o učinkovitosti i točnosti mjerenja rejtinga država triju vodećih rejting-agencije (Fitch, Moody's i S&P) pokazalo je da ocjene rejting-agencija utječu na cijene na tržištu i da smanjenje ocjena ispod investicijskog razreda izaziva reakciju tržišta. Nadalje, rejting-agencije inzistiraju na tome da one ne usmjeravaju rejtinge prema mjerenju posebnih kreditnih rizika, kao što su nemogućnost izvršenja novčanih obveza ili očekivani gubitci, već samo prema visini kreditnog rizika. Utvrđeno je da je agencijska diskriminacijska moć vezana uz rizik neizvršenja novčanih obveza u određenoj mjeri potvrđena. Primjerice sve države koje nisu izvršavale svoje novčane obveze od 1975. imale su ocjenu neinvesticijskog razreda godinu dana prije nego što je došlo do problema u isplati obveza. Nadalje, MMF-ove empirijske analize vrijednosnih papira pokazuju da rejting-agencije utječu na troškove financiranja izdavatelja i stoga njihove aktivnosti mogu biti pitanje financijske stabilnosti, da ih način na koji rejting-agencije nastoje „izgladiti“ svoje promjene rejtinga može učiniti sklonima procikličkom učinku „litice“,⁵⁴ da je utjecaj promjena rejtinga na tržište pogoršan jer se sustav previše oslanja na rejtinge u zakonodavstvu, regulaciji i ugovorima s privatnim sektorom. Te su analize pokazale i da kreditni rejtinzi prilično precizno rangiraju kreditni rizik država.

Iako neki zagovaraju eliminiranje glavnog modela rejting-agencija izdavatelj-plaća, očekuje se da će taj kompenzacijski model ostati i u doglednoj budućnosti. No trebalo bi ubuduće razmišljati o postupnom smanjenju prevelikog oslanjanja regulatora na kreditne rejtinge, a istodobno bi se trebao pojačati nadzor regulatora nad rejting-agencijama. Također, smanjenje procikličkog učinka „litice“ trebalo bi biti prioritet. U tom smislu, ključne politike za rad, prema MMF-u (2010.), po tom pitanju uključuju: smanjenje oslanjanja regulatora na rejtinge, povećanje nadzora nad rejting-agencijama kada se njihovi rejtinzi koriste u propisima te poticanje točnosti kroz ciklički pristup.

Za neke stručnjake, poput Sinclaira, intrigantno je da su, unatoč najgoroj svjetskoj financijskoj krizi od 1930-ih i činjenici da krivicu snose i rejting-agencije, predložene promjene regulative tako nerealne da će malo pridonijeti promjeni rejting-sustava koji je u SAD-u postavljen još 1909., a u Europi kasnih 1980-ih godina. Dio toga može se pripisati nedostatku povjerenja dijela regulatora i političara u učinkovitost tradicionalnih tržišnih rješenja. Također, to ukazuje na slabosti prividno strogo reguliranih institucija, poput komercijalnih banaka, te navodi na zaključak da će se financijski su-

⁵⁴ U ekonomiji, nerazmjerno pozitivan ili negativan rezultat neke aktivnosti. Primjerice pretpostavimo da se kompanija previše zadužuje i agencija za kreditni rejting smanjuje rejting na njezine obveznice. To može značajno povećati troškove pozajmljivanja tvrtke, što kao rezultat ima manje novca na raspolaganju za plaćanje kupona. To može dovesti do daljnjeg smanjenja i krug se nastavlja. „Učinak litice“ podrazumijevanja da relativno malo razdvaja tvrtku od toga da bude viđena kao zdrava do toga da bude viđena kao loša investicija. Dostupno na: <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com>.

stav, unatoč krizi rejtinga, i ubuduće vjerojatno kretati u smjeru prema više tržišnim rješenjima i većoj ovisnosti o rejtinzima. Teško je vjerovati da će vlade prestati trošiti i zaduživati se na financijskim tržištima.

Bilo kako bilo, globalnoj financijskoj krizi još uvijek se ne nazire kraj, kao što još uvijek nije moguće empirijski analizirati posljedice krize na financijska tržišta i rejting-industriju te u cijelosti eliminirati sve nedostatke u zakonskoj regulativi i nadzoru te industrije. Ono što se sa sigurnosti može vidjeti jest to da su rejting-agencije aktivnije nego ikada prije i da je putanja kreditnih rejtinga država i dalje u silaznom trendu. Stoga poboljšanje regulatornog nadzora, upravljanje i transparentnost rejting-agencija ostaju prioritet.

Abstract

During the global financial crisis, the end of which cannot yet be anticipated, the focus of attention has been, not for the first time, on rating agencies. More precisely, the reduction in country ratings gives cause for concern over the credit-worthiness of countries, but there is also the question of the way in which these rating agencies measure the ratings. The key concern refers to the instability brought to financial markets through reduction in ratings, especially when the reduction in ratings falls under non-investment categories. The complexity of financial markets and the variety of debtors have increased over time, investors and regulators rely more and more on the opinions of rating agencies. At the same time, the number of credit rating agencies that operate in the USA and other countries has risen significantly. All of this, and especially the current financial crisis, has lead market participants and policy-makers to question the functioning of the agencies, as well as the adequacy of the public supervision over the rating industry. The same thing happened during the Asian financial crisis, which raises the issue of rating agencies' power and their influence on financial markets in the future.

Keywords: credit ratings, credit rating agencies, financial crisis, supervision, regulation.

Dodatak 1

Regulacija rejting-agencija prije financijske krize

1) Međunarodna organizacija komisija za vrijednosne papire (engl. International Organization of Securities Commissions (IOSCO), Izjava o načelima u vezi s aktivnostima rejting-agencija (2003.) i Kodeks osnova ponašanja agencija za kreditni rejting (2004.) sadrže četiri kategorije dobrovoljnih načela za rejting-agencije usvojene osnovama „suglasni“ ili „objasniti“: kvaliteta i integritet procesa ocjenjivanja, neovisnost i izbjegavanje sukoba interesa, odgovornost za ulaganja javnosti i izdatelja te javno objavljivanje vlastitog kodeksa ponašanja. Kodeks IOSCO ne odnosi se na regulacije vlada za rejting-agencije i uključuje provedbene mehanizme, iako je nekoliko rejting-agencija dobrovoljno razvilo svoje kodekse ponašanja prema sličnim crtama. Ustvari, kao što je IOSCO (2009.) zabilježio, „ni IOSCO ni bilo koja druga međunarodna tijela trenutačno nisu u poziciji utvrditi dati ili ne dati (kreditni rejting agencija) u skladu s vlastitim kodeksom ponašanja i načinom na koji njegovi javni istupi ukazuju.

Uredba u Sjedinjenim Američkim Državama

Komisija za vrijednosne papire (engl. US Securities and Exchange Commission – SEC) počela je 1975. neformalni proces prepoznavanja rejting-agencija, dajući im oznaku „nacionalno priznate statističke organizacije“ (NRSROs) – koja je dopustila reguliranim subjektima, poput brokerskih društava i investicijskih fondova, da se oslanjaju na njihove rejtinge kako bi zadovoljili posebne regulatorne zahtjeve. Ova oznaka uključuje minimalan, neformalan nadzor jer se oslanja na prihvaćanje tržišta radije nego na regulatorne standarde.

Nakon niza korporativnih skandala, a osobito onih koji uključuju slučaj Enron, američki je Kongres 2006. donio Zakon o reformi agencija za kreditni rejting (engl. Credit Rating Agency Reform Act). Zakon je osigurao Komisiji za vrijednosne papire (engl. SEC) izričite zakonske ovlasti da se pri izboru rejting-agencija zahtijeva da budu tretirane kao NRSRO-ovi (i time otvara jasan put za ulazak novih konkurenata) i u skladu s određenim zahtjevima.

To uključuje periodično izvještavanje o aktivnostima i javno objavljivanje informacija o internim standardima i politikama te ocjenu rejting-metodologije i rezultata. Također, Zakon osnažuje SEC za obavljanje inspekcija na licu mjesta kod rejting-agencija i poduzimanje disciplinskog postupka zbog kršenja zakona. Ali to je zabranilo SEC-u reguliranje procesa dodjele kreditnog rejtinga, uključujući procedure i metodologije koje se koriste. Relevantni propisi doneseni su 2007., a revidirani su 2009. godine.

Uredba u Europskoj Uniji

Nadzor nad rejting-agencijama u Europskoj Uniji prije 2009. uvelike se oslanjao na dobrovoljno prihvaćanje zakona IOSCO-a pri nadzoru Odbora europskih regulatora za vrijednosnice (engl. Committee of European Securities Regulators). Osim toga, Direktiva kapitalnih zahtjeva (2000/12/EZ) (engl. Capital Requirements Directive) koja je usvojila okvire Sporazuma Basel II u Europskoj Uniji omogućuje korištenje vanjskih kreditnih procjena, osiguranih od strane vanjskih institucija za procjenu kreditnog rizika i priznatih od strane nacionalnih vlasti – u određivanju težine rizika pri izračunu minimalnih zahtjeva banaka za jamstveni kapital. Za promoviranje konvergencije, Odbor europskih bankovnih supervizora (engl. Committee of European Banking Supervisors) izdao je smjernice u priznavanju takvih institucija. Konačno, Direktiva zloupotrebe tržišta EU-a (engl. EU Market Abuse Directive (2003/125/EC)) i Direktiva tržišta i financijskih instrumenata (engl. Markets and Financial Instruments Directive (2004/39/EC)) isključuje kreditne rejtinge iz definicije investicijskih preporuka.

Regulatorne reforme u odgovoru na financijsku krizu

2) Međunarodna organizacija komisija za vrijednosne papire – IOSCO – u odgovoru na ulogu rejting-agencija u strukturiranom financijskom debaklu revidirala je Kodeks osnova ponašanja za agencije za kreditni rejting 2008. godine jačanjem svake od četiri kategorije načela. Izmjene uključuju mjere za jačanje kvalitete procesa ocjenjivanja, osiguranje daljnjeg nadzora i pravovremenost davanja rejtinga, zabranu sudjelovanja analitičara u dizajnu strukturiranih vrijednosnica, povećanje javnih objava, povremenog pregleda politike naknada i razlikovanje ocjena strukturnih financija od drugih. Kako bi se izbjegla prekogranična regulatorna fragmentacija, IOSCO je predložio korištenje njegovoga koda kao predložka za nadzor nad rejting-agencijama i razvio modul za ispitivanje modela kako bi se olakšale inspekcije.

G-20

Deklaracijom o jačanju financijskog sustava čelnici skupine G-20 složili su se u travnju 2009. da sve agencije za kreditni rejting čije se ocjene koriste u regulatorne svrhe trebaju biti predmetom režima nadzora koji uključuje registraciju i u skladu je sa zakonom IOSCO-a. Također, složili su se da će domaće vlasti provesti usklađenost sa zakonom IOSCO-a, koji će imati ulogu koordinatora te da bi agencije za rejting trebale razlikovati ocjene za strukturne proizvode i povećati objave. Na kraju, pitali su Bazelski odbor o ocjeni uloge vanjskih rejtinga u regulativi boniteta i identificirali negativne poticaje koji trebaju biti riješeni.

Uredba u Sjedinjenim Američkim Državama

Komisija za vrijednosne papire (SEC) 2009. godine mijenja svoje propise za rejting-agencije, zahtijevajući pojačano objavljivanje učinaka statistika i metodologija ocjenjivanja, objavu na svojim internetskim stranicama uzoraka ocjena rejtinga za svaku klasu kreditnog rejtinga, bolje čuvanje podataka i godišnje izvještavanje o dodatnim ograničenjima za djelatnosti koje bi mogle generirati sukobe interesa (primjerice zabrana davateljima ocjena u rejting-agencijama, savjetovanje i ocjenjivanje osoba koje sudjeluju u raspravama i pregovorima te naknade). No SEC je odgodio aktivnosti o tome treba li uvesti pravila koja će zahtijevati nacionalno priznate statističke organizacije (NRSRO) pri promjeni oznaka rejtinga, a posebno za prijedloge strukturiranih financija ili kako bi se uklonile reference za NRSRO-ove rejtinge u njihovim pravilima.

Uredba u Europskoj Uniji

Uredba o regulaciji agencija za kreditni rejtinga odobrena je u travnju 2009. od strane Europskog parlamenta i uslijedila je komunikacija financijskog nadzora od strane Europske komisije u svibnju 2009. Rejting-agencije koje bi željele da se njihove kreditne ocjene koriste u Europskoj Uniji trebat će podnijeti zahtjev za registraciju Odboru europskih regulatora za vrijednosne papire (engl. Committee of European Securities Regulators – CESR) i biti nadzirane od strane Odbora i relevantnih početnih država članica. Ocjene rejting-agencija koje djeluju isključivo iz ne-EU-ove nadležnosti mogu biti prihvatljive, ovisno o slučaju, ako se nadzor u okviru njihove zemlje podrijetla smatra jednako strogim.

Registrirane rejting-agencije podliježu novim, pravno obvezujućim pravilima koja se temelje (a ponekad idu i dalje) na zakonu IOSCO-a, uključujući zabranu savjetodavnih usluga, poboljšanja zahtjeva za transparentnost i objavljivanje, razlikovanje ocjena složenih proizvoda i jače unutarnje upravljačke mehanizme. CESR će osnovati središnje javno dostupno i besplatno „skladište“ s povijesnim podacima o objavljenim ocjenama svih registriranih agencija.⁵⁵

Popis literature

- Annual Report of the Executive Board for the Financial Year Ended, 30. travnja, str. 27, 1999. Dostupno na: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/1999/pdf/file2.pdf>
- Bank of England: Financial Stability Report, London, 2008.
- Bank and International Finance Corporation, broj 8, 2009.
- BIS, The New Basel Capital Accord Basel Committee of Banking Supervision, 2001.

⁵⁵ Više u Katz i Salinas (2009.).

- Dostupno na: <http://www.bis.org/publ/bcbsca03.pdf>
- Cantor, Richard; Packer, Frank, 'The Credit Rating Industry', FRBNY Quarterly Review, ljeto-jesen 1994.
- Gapper, John, 'Let rating agencies have their say', *Financial Times*, Number One Southwark Bridge, London, 2011.
- HNB, 'Sporazum Basel II traži nijanse u regulatornim standardima', 2004. Dostupno na: www.hnb.hr/supervizija/implementaacija-dkz/basel2/h-rezultati-upitnika-onovom-bazel-sporazumu.pdf
- IMF, International Capital Markets – Development, Prospects and Key Policy Issues, 1999.
- IMF, Annual Report of the Executive Board for the Financial Year Ended, 30. travnja, 1999a
- IMF, Global Financial Stability Report Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity, poglavlje 3, 'The Uses and Abuses of Sovereign Credit Ratings', 2010.
- Katz, Jonathan; Salinas, Emanuel; Stephanou, Constantinos, 'Credit rating agencies', WB and IFC, 2012. Dostupno na: <http://rru.worldbank.org/documents/CrisisResponse/Note8.pdf>
- Kunczik, M., 'Globalization: News media, images of nations and the flow of international capital with special reference to the role of rating agencies', IAMCR Conference, Singapur, 2001.
- Leko, V.; Mates, N., *Rječnik bankarstva i financija*, Masmedija, Zagreb, 1993.
- Kiff, John; Nowak, Sylwia; Schumacher, Liliana, 'Are Rating Agencies Powerful? An Investigation into the Impact and Accuracy of Sovereign Ratings', IMF Working Paper, 2012.
- Pavković, Anita; Vedriš, Davor, 'Redefiniranje uloge agencija za kreditni rejting u suvremenom financijskom sustavu', *Ekonomska misao i praksa*, Dubrovnik, 2011.
- Sinclair, J. Timothy, 'Credit Rating Agencies and the Global Financial Crisis', *Economic sociology: The European Electronic Newsletter*, svezak 12, broj 1, 2010.
- Sinclair, J. Timothy, *The New Masters of Capital American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*, Cornell University Press, New York, 2005.
- Smith Blair Eliot, 'Race to Bottom' at Moddy's, S&P Secured Subprime's Boom, Bust, 25. rujna 2008. Dostupno na: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=ax3vfya>
- Stiglitz, E. Joseph, *Freefall*, WW Norton & Company, New York – London, 2010.

Internetske stranice

www.bis.org

www.bloomberg.com

www.DefaultRisk.com

www.dnevnik.hr

www.fitchratings.com

www.ft.com

www.hina.hr

www.hnb.hr

www.hrt.hr

www.imf.org

www.moody's.com

www.novilist.hr

www.standardandpoors.com

www.tportal.hr

www.treas.gov

www.vjesnik.hr

www.zse.hr

www.worldbank.org