# TRANZICIJA/TRANSITION Časopis za ekonomiju i politiku tranzicije / Journal of economic and politics of Transition Godina XXI Vitez-Tuzla-Zagreb-Beograd-Bukurešt, 2019. Br. 43

# *Prethodno znanstveno priopćenjePreliminary scientific communitacion*

# *JEL Classification*: *G11, G15, G17, G18*

**Željko Rička**[[1]](#footnote-2)\*

**PRAVCI JAČANJA VJERODOSTOJNOSTI OCJENA KREDITNIH REJTINGA, KREDITNIH REJTING AGENCIJA**

**DIRECTIONS FOR STRENGTHENING THE GENUINESS OF CREDIT RATING, CREDIT RATING AGENCIES**

***Sažetak***

Kreditni rejting predstavlja mišljenje o kreditnom riziku u narednom razdoblju i podrazumijeva procjenu sposobnosti i spremnosti izdavatelja, subjekta, da pravodobno iu potpunosti izmiruje svoje obveze prema kreditorima. Kreditne rejtinge dodjeljuju institucije specijalizirane za procjenu kreditnog rizika, uobičajeno nazivane agencija za kreditni rejting. Najznačajnija korist od postojanja kreditnih rejting agencija (cras) sastoji se od smanjivanja asimetričnosti informacija između emitenata i investitora i nižih troškove ocjene predmeta rejtinga u odnosu na cijene koje formiraju individualni procjenitelji. U posljednje se vrijeme, međutim, kreditne rejting agencije navode kao osnovni uzročnici i sudionici globalne financijske krize. U njihovu poslovanju pronalaze se etički, financijski i drugi propusti i ograničenja kao, kupovina rejtinga i naplata naknada od emitenata, čime se u pitanje dovodi njihova neovisnost i objektivnost. Reakcija međunarodnih tijela nastoji nametnuti standardizirani pristup i regulatorni nadzor nad funkcioniranjem cras kako bi njihovi proizvodi na financijskih tržištima odražavali realne vrijednosti.

***Ključne riječi:*** *kreditni rejting, agencija za kreditni rejting, asimetričnost informacija.*

## *Abstract*

*Credit ratings are opinions about credit risk in the following period and include the evaluation of the ability and willingness of the issuer; subject, to fulfil fully and on time his obligations towards the creditors. Credit ratings are awarded by institutions specialised for credit risk assessment, which are usually called credit rating agencies.The most significant benefit of the existence of credit rating agencies (CRAs) is the reduction of asymmetric information between issuers and investors and lower costs of the rating subjects with regard to prices which are formed by individual assessors. However, in the recent periods credit rating agencies are mentioned as the basic cause and participants of the global financial crisis. Ethical, financial and other omissions and restrictions are found in their business as well as rating purchase and collection of fees from issuers which brings into question their independence and impartiality. The reaction of international bodies was the attempt to impose a standardized access and regulatory supervision of the function of CRAs to make their products in the financial markets reflect real values.*

***Key words:*** *credit rating, credit rating agencies, asymmetric information*

**UVOD**

Osnovne aktivnosti CRAs su analiziranje i davanje mišljenja o kreditnoj sposobnosti kompanija (*corporate rating*) i država (*sovereign rating*) kreditnim rejtinzima lokalnih samouprava (*municipality rating*), rejtinzima projekata (*projectrating*), financijske snage banaka (*financial strength rating*) itd. Takođe, CRAs daju kreditna mišljenja o strukturiranim financijskim proizvodima. Tri najutjecajnije agencije na financijskom tržištu su: Standard & Poor's (*S&P*), Moody’s Investors Service (*Moody’s*) i Fitch Ratings (*Fitch*).Raz­li­ke u spe­ci­fič­nim rej­tin­zi­ma, me­đu agenci­ja­ma, uobi­ča­je­ne su, ne­iz­bje­žne, čak i po­želj­ne uko­li­ko do­pri­no­se daljem sma­nje­nju rizi­ka. Informacije koje CRAs koriste uglavnom su ex post, tj.zasnivaju se na prošlim performansama. U praktičnom smislu to znači da CRAs prati kretanje pojedinih financijskih instrumenata na tržištu a, zatim, prilagođava njihovu ocjenu u skladu sa tim. CRAs kreditne rejtinge iznose kao svoje “mišljenje” i sa oskudnim informacijskim sadržajem u vezi sa ocjenom. Česta su mišljenja da je to učinjeno namjerno, posebno kako bi se smanjila njihova moguća odgovornost, uključujući i na sudu. Za razliku od investicijskog istraživanja, kreditni rejtinzi nisu samo procjene vrijednosti ili cijene financijskog instrumenta ili financijske obaveze. Kreditni rejtinzi imaju regulatornu vrijednost za regulirane ulagače (banke, fondove, društva za osiguranje). Iako se prekomjerno oslanjanje na kreditne rejtinge smanjuje, kreditni rejtinzi još uvijek značajno utječu na izbor ulaganja, posebno zbog asimetričnost informacija i u svrhu učinkovitosti. U tom smislu CRAs moraju biti nezavisne i te ih tržišni subjekti, kao takve, moraju prepoznati a njihove metode vezane uz rejting moraju biti transparentne. CRAs su izložene visokom riziku od sukoba interesa, posebno u situaciji kada emitent instrumenata duga plaća za svoje rejting. Tada postoji interes CRAs da objavi povoljnu ocjenu, kako bi zadovoljili svoje klijente.Nudeći previše entuzijastični rejting može se pomoći jačanju poslovnih odnosa kroz prodaju drugih financijskih instrumenata. Po­slije ­ krize 2007-2008. pokrenute su od­re­đe­ne mje­re ra­di pro­vo­đe­nja za­šti­te za tač­nost po­da­ta­ka ko­je plasiraju CRAs i uspostavljena nova pra­vi­la nu­žna da bi se po­vra­ti­lo povjerenje tr­ži­štau njih. U odnosuna to da od­re­đe­ni vid samo kon­tro­le i do­bro­volj­ni ko­deks po­na­ša­nja bez nadzo­ra držav­nih insti­tu­ci­ja ni­su da­li do­bre rezultate i po­ka­za­li se efi­ka­snim ni­je se vi­še po­sta­vlja­lo pita­nje da li treba uve­sti re­gu­la­ti­vu u rejting si­stem, nego ka­kvu re­gu­la­ti­vu tre­ba uvesti. Kreditni rejting država odražava kreditni rizik, odnosno procjenu vjerojatnoće da neka vlada neće izvršiti svoje novčane obaveze. Osim toga, rejtinzi predstavljaju rang određivanja kreditnog rizika, oni nisu samo izjave o kreditnom riziku nego i moguće promjene u kreditnom riziku te su oni kratkoročne procjene za koje se ne pretpostavlja da fluktuiraju prateći cikličke promjene u makroekonomskom okruženju Na­kon fi­nan­cij­skih kri­za u svije­tu na re­gi­o­nal­nom i glo­bal­nom ni­vou, ka­da su investi­to­ri pre­tr­pi­li ogrom­ne gu­bit­ke, do­šlo je do re­for­me globalnih ina­ci­o­nal­nih re­gu­la­tor­nih si­ste­ma u prav­cu jačanja mo­ni­to­rin­ga i kon­tro­le uče­sni­ka na fi­nan­cij­skom tr­ži­štu­kao i stva­ra­nja megaregulatora (nadnacionalna re­gu­la­ci­ja) ko­ji mo­gu kon­tro­li­sa­ti­glo­bal­ni fi­nan­cij­ski si­stem. I pored kritika koje se upućuju CRAs one, i dalje, igraju značajnu ulogu na finansijskom tržištus jer većina ulagača očekuju da njihove investicije, pred javnošću imaju kreditni rejting a time, njima, olakšaju donošenje ulagačke procijene. Sa druge strane, državama, kreditni rejtinzi trebaju kako bi ne samo one, nego i privatni sektor unutar država, mogli pristupiti globalnom tržištu kapitala i privući strane investicije. Uz sve to, centralne banke zavise od rejtinga pri određivanju kvaliteta vrijednosnih papira koji mogu služiti kao zalog za njihove operacije na tržištu novca.

**2. REGULACIJA TRŽIŠTA CRAs**

**2.1.Inicijativa Financial Stabiliti Board**[[2]](#footnote-3)

FSP kao vodeća institucija financijske regulacije u svjetskim razmjerama postavlja 2010. Principe za smanjenje oslanjanja na ocjenu CRAs kojima inicira značajne promjene u načinu funkcioniranja kako CRAs tako i svih subjekata koji se oslanjaju na ocjene CRAs.[[3]](#footnote-4)Principi obuhvataju: **Princip I. Smanjenje oslanjanja na CRA ocjene u standardima, zakonima i propisima**:Standardni regulatori i tijela trebaju procijeniti reference CRAs ocjene u standardima, zakonima i propisima i, gdje god je to moguće, ukloniti ih ili zamjeniti ih odgovarajućim alternativnim standardima kreditne sposobnosti.

**Princip II. Smanjenje tržišnog oslanjanja na CRAs ocjene**: Očekuje se da će banke, učesnici tržišta i institucionalni investitori načiniti svoje vlastite kreditne procjene, a ne oslanjati se isključivo ili mehanički na ocjenu CRA. **Princip III.1.Operacije centralnih banaka**:Centralne banke trebale bi doći do vlastitih procjena kreditnih financijskih instrumenata koje će prihvatiti u operacijama na tržištu, kako kao kolateralnu tako i kao direktnu kupovinu. Politike centralnih banaka trebaju izbjegavati mehanističke pristupe koji bi mogli dovesti do toga nepotrebno nagle i velike promjene u prihvatljivosti financijskih instrumenata i nivoa ocjena kojemogu izazvati lančanu reakciju. **Princip III.2. Prudencijalni nadzor banaka**:Banke se ne smiju mehanički oslanjati na CRA ocjene za procjenu kreditne sposobnosti imovine. To podrazumijeva da banke trebaju biti osposobljene za provođenje vlastitih procjene kreditne sposobnosti, kao i ocjene drugih rizika koji se odnose na financijske instrumente kojima su izloženi te trebaju zadovoljavati regulatore koji ih procjenjuju.  **Princip III.3. Unutarnja granica i investicijska politika investicijskih menadžera i institucionalnih ulagača**: Upravitelji investicija i institucionalni investitori ne smiju mehanički oslanjati na CRAs ocjene za procjenu kreditne sposobnosti imovine. Ovo načelo vrijedi u cijelosti u rasponu od investicijskih menadžera i institucionalnih investitora, uključujući tržište novca, fondove, mirovinske fondove, sisteme i kolektivnih investicija (kao što su investicijski fondovi i investicione kompanije), do osiguravajuća društva i vrijednosnih papira. Primjenjuje se na sve veličine i nivoe sofisticiranosti investicijskih menadžera i institucionalnih investitora. **Princip III.4. Sporazumi o marginama privatnog sektora**:Učesnici na tržištu i ugovorne strane ne bi smjeli upotrebljavati promjene u CRAs rejtinzima stranaka ili imovine kolaterala kao automatskog pokretača za velike sporazume o marži o derivatima i transakcijama finansiranja vrijednosnih papira. **Princip III.5. Objavljivanje emitenata vrijednosnih papira**: Emitenti vrijednosnih papira trebaju objaviti sveobuhvatne, pravodobne informacije koje će omogućiti investitorima da donose vlastite nezavisne procjene ulaganja i kreditni rizik procjene tih vrijednosnih papira. U slučaju javnih vrijednosnih papira, to bi trebalo biti javno objavljivanje. Principi FSB-a ne podrazumijevaju da učesnicina tržištu trebajupotpuno izbjegavati upotrebu CRA ocjena, ali da se upotreba CRA ocjena kombinuje s izvršavanjem vlastite procjene kreditne sposobnosti. Pri tome, poboljšana objavljivanja emitenata olakšaće izgradnju sposobnosti banaka, menadžera za ulaganja i institucionalnih investitora za provođenje vlastite procjene kreditne sposobnost financijskih proizvoda u koja ulažu i time povećavti njihovu sposobnost za smanjenje oslanjanjana CRAs ocjene. Kao što je navedeno u principima FSB-a, supervizori i regulatori trebali bi podsticati banke narazvijanje vlastitih postupaka procjene kreditne sposobnosti, istovremeno povećavajući nadzor nad interni kreditnim modelima. Nakon objavljivanja Principa, FSB će nastaviti zahtijevati od standardnih regulatora i regulatora da razmotre dalje korake koji bi trebali biti preduzeti za prevođenje principa u specifičnije akcije i politike kako bi se smanjila oslanjanje na CRAs ocjene u zakonima i propisima, uzimajući u obzir posebne okolnosti proizvoda, učesnika na tržištu i jurisdikcije, istovremeno održavajući odgovarajuće međunarodnu dosljednost i izbjegavanje regulatorne arbitraže.

**2.2.Međunar­od­na org­an­iz­ac­ija Kom­isija z­a ­vrijednosne papire­(IOSCO)**

Međunarodna organizacija Ko­mi­si­ja za vrijednosne papire (IOSCO) formi­ra­na je sa ciljem re­gu­la­ci­je ko­ja uklju­ču­je za­šti­tu in­te­re­sa in­ve­sti­to­ra, obez­bje­đe­nje transpa­rent­no­sti i pravednog utvr­đi­va­nja cije­na i sma­nje­nje si­stem­skog rizika investiranja.[[4]](#footnote-5) Na­kon do­nije­tih 30 osnov­nih prin­ci­pa za re­g­lisanje tr­ži­šta vrijednosnih papira ko­je je IOSCO de­fi­ni­sa­la ak­tom *Ci­lje­vi i prin­ci­pi propi­sa za vrijednosne papire* 2003.njen Tehnički komi­tet for­mi­rao je rad­nu gru­pu glav­nih predstav­ni­ka svo­jih čla­no­va zbog ra­da po re­le­vant­nim pitanji­ma ko­ja se od­no­se na po­slo­va­nje CRAs. Rad­na gru­pa Teh­nič­kog komi­te­ta IOSCO je u 2003. ob­ja­vi­la Iz­ja­vu o prin­ci­pi­ma ko­ji se od­no­se na ak­tiv­no­sti CRAs na globalnom fi­nan­cij­skom tr­ži­štu kapita­la. Već u 2004, Teh­nič­ki ko­mi­tet IOSCO je ob­ja­vio Ko­dek­se sa prin­ci­pi­ma nji­ho­vog ra­da ko­ji bi mo­gli do­pri­nje­ti bo­ljem kvalite­tu rej­ting ocje­na. Ob­ja­vlje­ni IOSCO kodek­si po­na­ša­nja CRAs su tre­ba­li po­slu­žiti kao osnov na ko­jem CRAs mo­gu for­mi­ratisop­stve­nu ba­zu ko­dek­sa po­na­ša­nja kao na­či­na provođe­nja IOSCO prin­ci­pa za CRAs. IOSCO Ko­deks po­na­ša­nja sa­dr­ži 50 raz­li­či­tih od­red­bi ko­je IOSCO Teh­nič­ki ko­mi­tet sma­tra da bi tre­ba­le da re­gu­li­šu ak­tiv­no­sti CRAs, po­mog­nu im da se za­šti­te od su­ko­ba in­te­re­sa i obez­bije­de da zaposleni u nji­ma ko­ri­ste do­sljed­no nji­ho­ve rej­ting me­to­do­lo­gi­je kao i da pru­že in­ve­sti­to­ri­ma dovoljno po­treb­nih in­for­ma­ci­ja za do­no­še­nje in­ve­sti­ci­o­nih od­lu­ka kvalitetom svo­jih rej­ting ocje­na.[[5]](#footnote-6)Kao vo­dič za pro­vo­đe­nje ta­ko po­sta­vlje­nih ci­lje­va i prin­ci­pa, Osnov­ni ko­deks za aktivno­sti CRAs je podje­ljen kroz tri po­gla­vlja:[[6]](#footnote-7) *A-* Kva­li­tet i in­te­gri­tet rej­ting pro­ce­sa; *B-* Ne­za­vi­snost rej­ting agen­ci­jai iz­be­ga­va­nje kon­flik­ta in­te­re­sa; *C-* Od­go­vor­nost CRAs pre­ma jav­nim in­ve­sti­to­ri­ma i iz­da­va­o­ci­ma.

Teh­nič­ki ko­mi­tet ob­ja­vio je do­ku­ment – pre­gled re­a­li­za­ci­je IOSCO Ko­dek­sa u ko­me je na­ve­de­no da je ve­ći­na velikih CRAs usvo­ji­la IOSCO Ko­deks po­na­ša­nja, od­no­sno inkorporirala ih u svoj ko­deks ponašanja, sa na­vo­di­ma ko­li­ko njih je znat­no pro­ve­lo ko­dek­se, pot­pu­no uskla­di­lo ko­dek­se, usvo­ji­lo ko­dek­se, su­štin­ski sa­dr­ži ko­dek­se, na­mje­ra­va ažu­ri­rati svo­je kodek­se u bli­skoj bu­duć­no­sti i da je imple­men­ta­ci­ja va­ri­ra­la kod ma­njih CRAs. Uglavnom CRAs ko­je ni­su iz­vr­ši­le re­vi­zi­ju i uskla­đi­va­nje svojih ko­dek­sa to ni­su uči­ni­le zbog ogra­ni­če­nih re­sur­sa i či­nje­ni­ce da se dio ko­dek­sa ko­ji se ba­ve struk­tu­ri­ra­nim fi­nan­cij­skim deri­va­ti­ma ne mo­ra­ju pri­mje­nji­va­ti na one CRAs ko­je ne vr­še te uslu­ge rejtin­ga. Model za re­gu­li­sa­nje CRAs znat­no je do­pri­nio kon­ver­gen­ci­ji pri­stu­pa pro­pi­sa za CRAs od stra­ne pojedi­nih dr­ža­va, či­me su se iz­bje­gli mo­gu­ći su­ko­bi za­ko­na i pod­mi­ri­la zajednič­ka glo­bal­na oče­ki­va­nja. Iz tog raz­lo­ga je i rad­na gru­pa o CRAs vreme­nom po­sta­la stal­ni ko­mi­tet Teh­nič­kog ko­mi­te­ta IOSCO, sa na­mje­rom da, kao ta­kav ko­mi­tet, po­slu­ži u dvije svr­he: pre­gle­da i ažu­ri­ra­nja me­đu­na­rod­nog re­gu­la­tor­nog kon­sen­zu­sa u ve­zi nji­ho­vog nad­zo­ra ikao fo­rum za re­dov­nu in­ter­ak­ci­ju CRAs. Na­kon na­stan­ka glo­bal­ne eko­nom­ske kri­ze u 2007,do­dat­no je analizi­ra­no pi­ta­nje kva­li­te­ta (tačnosti) ocje­na CRAs i nji­ho­ve ne­za­vi­sno­sti. Kao od­go­vor na ta pi­ta­nja Teh­nič­ki ko­mi­tet (nje­go­va rad­na gru­pa) IOSCO ana­li­zi­rao je ulo­gu CRAs na strukturira­nom finansijskom tr­ži­štu i dao pre­po­ru­ku da IOSCO Ko­deks po­na­ša­nja tre­ba biti do­dat­no modifiko­van ra­di bo­ljeg rje­ša­va­nja pro­ble­ma u ve­zi nji­ho­ve ak­tiv­no­sti u ovoj obla­sti. Reformi­san Ko­deks je stu­pio na sna­gu 2008,či­me je us­po­sta­vljen no­vi prav­ni okvir za rejting in­du­stri­ju. [[7]](#footnote-8) Ulo­ga Ko­mi­si­je za vrijednosne papire, re­gu­la­to­ra i re­gu­la­ti­ve, je ve­o­ma zna­čaj­na u uslovi­ma sve ve­će pri­sut­no­sti ne­ban­kar­skih fi­nan­cij­skih po­sred­ni­ka na tr­ži­štu, što bi za­jed­no,sa ra­stom tr­ži­šta instrumena­ta struk­turiranog fi­nan­ci­ra­nja, mo­glo ima­ti zna­čaj­ne ne­ga­tiv­ne implika­ci­je na odr­ža­va­nje stabil­no­sti fi­nan­cij­skog si­ste­ma. Da­nas sve raz­vi­je­ne ze­mlje ja­ča­ju svo­ju dr­žav­nu re­gu­la­ci­ju, od­no­sno sa­vreme­na ulo­ga re­gu­la­to­ra tr­ži­šta vrijednosnih papira u no­voj kon­cep­ci­ji je značajno po­ra­sla, zbog nje­go­ve spo­sob­no­sti da ade­kvat­no i ope­ra­tiv­no rea­gu­je na br­ze pro­mje­ne i ak­tiv­no­sti na tr­ži­štu u ci­lju za­šti­te dru­štve­nih in­te­re­sa i in­te­re­sa inve­sti­to­ra.

**2.3.Ini­ci­ja­ti­ve Europ­ske ko­mi­si­je**

U Euro­pi su CRAs bi­le re­gu­li­sa­ne od stra­ne Me­đu­na­rod­ne or­ga­ni­za­ci­je za vrijednosne papire (IOSCO) ali se ta re­gu­la­ci­ja za­sni­va­la na do­bro­volj­noj usa­gla­še­no­sti. Ta­kvu usaglašenost je sa­mo go­di­šnje procje­nji­vao Ko­mi­tet za re­gu­la­ci­ju evrop­skih vrijednosnih papira (CE­SR – *Com­mit­tee of Euro­pean Secu­ri­ti­es Re­gu­la­tors*) ko­ji je objavljivao Iz­vje­štaj o usklađe­no­sti i po­što­va­nju ko­dek­sa IOSCO, identifikovao od­re­đe­ne de­vi­ja­ci­je od IOSCO Kodek­sa i da­vao pre­po­ru­ke za una­pre­đe­nje od­re­đe­nih Ko­dek­sa IOSCO. Po­slije na­stan­ka kri­ze i opće pri­hva­će­nog mi­šlje­nja da su CRAs zna­čaj­no do­pri­nje­le nje­nom na­stan­ku ot­kri­li su se mno­gi ne­do­sta­ci u me­to­da­ma i mo­de­li­ma ko­je CRAs ko­ri­ste i kon­sta­to­va­lo se da je, upravo, loš kva­li­tet rej­ting ocje­ne struk­tu­ri­ra­nih fi­nan­cij­skih instrumena­ta zna­čaj­no do­pri­nio kri­zi zajed­no sa oli­go­pol­skim po­lo­ža­jem tri vo­de­će CRAs “Moody`s”, “S&P”, “Fitch”. Zbog to­ga je Europska ko­mi­si­ja (EC) smatra­la da je po­treb­no slo­mi­ti „moć“ i „oli­go­po­li­ju“ među­na­rod­nih CRAs i ogra­ni­či­ti nji­hov utjecaj na­kon kon­tra­verz­nih od­lu­ka to­kom du­žnič­ke kri­ze. Iz tog raz­lo­ga i da bi se povra­ti­lo povjerenje u ocje­ne rej­ting agen­ci­ja neo­p­hod­no je po­ve­ća­ti i nji­ho­vu konku­ren­ci­ju na tr­ži­štu i da­ti inicijativu za for­mi­ra­njem jed­ne ili mre­že ma­njih europ­skih rej­ting agenci­ja.[[8]](#footnote-9) Situacija na financijskim tržištima tokom ekonomske krize naglasila je potrebu za značajnom reformom industrije rejtinga, kako bi se investitorima vratilo povjerenje. Stoga su regulatori EU-a postavili sistem obaveznih pravila usmjerenih na: -obezbjeđenje preventivnog i trajnog, direktnog i indirektnog nadzora nad CRAs; -nadzor nad upravljanjem, kontrolom i vanjskom komunikacijom CRAs, u interesu investitora i drugih učesnika na tržištu; - poboljšanje međunarodne ujednačenosti u pogledu operativnog funkcioniranja CRAs i nadzora koje provode nadležna tijela.

Za ispunjenje tih ciljeva Europski parlament i Vijeće EU donijeli su Uredbu (EZ) br. 1060/2009 koja se primjenjuje na kreditne rejtinge objavljenih od CRAs registrovanih u EZ.Uredba namjerava: osigurati da CRAs izbjegavaju (ili upravljaju) sukobima interesa u procesu ocjenjivanja; poboljšati kvaliteta rejting metodologija i kvaliteta ocjene; povećati transparentnost postavljanjem obaveza objavljivanja za CRAs; osigurati učinkovito okruženje za registraciju i nadzor, u EU. Pre­ma do­nije­toj Ured­bi:

* sve CRAs ko­je bi že­lje­le da se nji­hov kre­dit­ni rej­ting ko­ri­sti u EU ima­ju za­kon­sku oba­ve­zu da podne­su zah­tjev za re­gi­stra­ci­ju na osno­vu po­sta­vlje­nih me­ha­ni­za­ma za pod­no­še­nje zah­tje­va i registra­ci­ju CRAs;
* re­gi­stro­va­ne CRAs će se mo­ra­ti pri­dr­ža­va­ti ri­go­ro­znih pra­vi­la Ured­be ko­jom se uređuju uslo­vi izdava­nja kre­dit­nog rej­tin­ga i vo­đe­nja CRAs ta­ko da se u prak­si obezbije­di da na ocje­ne ne utje­če su­kob in­te­re­sa, da se bud­no pra­te kva­li­tet metodologije do­no­še­nja rej­ting ocje­ne i da dje­lu­ju na tran­spa­ren­tan na­čin;
* us­po­sta­vljen je me­ha­ni­zam unu­tra­šnjeg or­ga­ni­zo­va­nja CRAs, nji­ho­vog nad­zo­ra, povlačenja registra­ci­ja, rej­tin­go­va­nja struk­tu­ri­ra­nih in­stru­me­na­ta, za pri­zna­va­nje rej­ting ocje­na CRAs van evrop­ske za­jed­ni­ce, i
* od­re­đen pe­riod im­ple­men­ta­ci­je pro­pi­sa­nih pra­vi­la.

Uredba postavlja složeni sistem nadzora nad CRAs, strukturiran na tri razine: svaka razina obuhvata različite procese i više je prisutan za organizaciju CRA od prethodnog. Prva razina kontrole se odnosi na postupke vanjskog nadzora i uključuje fazu procjene zahtjeva za registraciju CRA unutar granica EU. Na osnovu Uredbe (EZ) br. 1060/2009, CESR je morao koordinirati ovaj postupak, ali odluku o prihvatanju ili odbijanju zahtjeva mora poduzeti nadležno tijelo ili kolegij nadležnih tijela, koji predstavljaja Država članica EU gdje je CRA namjeravala poslovati ili imati interese. Iste vlasti, takođe su morale provoditi stalni nadzor kako bi razmotrili trajnost registrovanih CRAs u rejtingskoj industriji. Druga razina kontrole na Centralnoj agenciji (CRA) utvrđena Uredbom (EZ-a) br. 1060/2009 odnosi se na neke postupke koji su podložni korporativnom upravljanju: oni pripadaju Upravnom odboru ili nadzornom odboru CRAs, tačnije njihovim nezavisnim članovima koji će biti najmanje jedna trećina odbora, imati dovoljno stručnosti u financijskim uslugama i strukturiranim instrumentima, te će dobiti naknadu koja nije vezana uz poslovanje CRAs. Treća razina odnosi se na postupke interne kontrole koji imaju za cilj: izbjegavanje sukoba interesa; provjeru kvaliteta informacija koje se koriste u postupku ocjenjivanja; pregled metodologija, modela iključnih ocjena pretpostavki s nezavisnim pristupom; praćenje usklađenosti CRA i njegovog osoblja s obavezama propisanim Uredbom (EZ) br. 1060/2009 (funkcija usklađenosti), putem nezavisnog odjela. Tri nivoa kontrole strogo su međusobno povezane i zajedno čine pristup razvoju učinkovitog i transparentnog korporativnog upravljanja u CRAs, tako da se očekuje ulagača za pravilno ponašanje i upravljanje CRAs. Posebno, Uredba podređuje registraciju CRA od strane nadležnog tijela na poštivanje operativnih zahtjeva koje će nadgledati dužnosnik za usklađenost, analitičari zaduženi za reviziju i direktori na koje upućuju.[[9]](#footnote-10) Kao dio ra­da za sprje­ča­va­nje bu­du­ćih fi­nan­cij­skih kri­za i ja­ča­nje fi­nan­cij­skih si­ste­ma EC je iz­nje­la i amand­ma­ne na do­nije­ta pra­vi­la u 2010.i po­kre­nu­la jav­ne kon­sul­ta­ci­je o re­for­mi korporativ­nog upra­vlja­nja u fi­nan­cij­skim in­sti­tu­ci­ja­ma. U tom smi­slu EC je iz­nje­la i svoj stav da su na pu­tu ka sta­bi­li­za­ci­ji i kon­so­li­da­ci­ji odr­ži­vog raz­vo­ja europ­ske eko­no­mi­je pro­mje­ne pravila o CRAs sa­mo pr­vi ko­rak, ali da uko­li­ko bi se kre­nu­lo pu­tem sprje­ča­va­nja bu­du­ćih kri­za on­da bi se i fi­nan­sij­ske in­sti­tu­ci­je mo­ra­le promijeni­ti. U skla­du sa tim fi­nan­sij­ske in­sti­tu­ci­je bi mo­ra­le osi­gu­ra­ti efi­ka­sni­je unu­tra­šnje kon­tro­le, pro­mo­vi­sati bo­lje upra­vlja­nje ri­zi­kom, ja­čati funk­ci­ju nad­zor­nih organa i slič­no. U skla­du sa pred­lo­gom EC ko­ji se vi­še osla­nja na cen­tra­li­zo­va­ni si­stem i nad­zor CRAs na ni­vou EU pri­stu­pi­lo se for­mi­ra­nju no­vog nad­zor­nog or­ga­na ESMA (*European Se­cu­ri­ti­es and Markets Aut­ho­rity*) i usvo­je­ni su no­viza­kon­ski amand­ma­ni. Ta Pravi­la i od­re­đe­ni zah­tje­vi za CRAs su tre­ba­la da stu­pe na sna­gu to­kom 2011. uz napomenu da bi se pri­mje­na pra­vi­la zbog raz­li­či­tih zloupo­tre­ba tre­ba­la pro­ši­ri­ti i iz­van regulira­nog tržišta.[[10]](#footnote-11) Pra­vi­la za CRAs uklju­čila su od­re­đe­ne zah­tje­ve kao što su: CRAs ne mo­gu da oba­vlja­ju sa­vje­to­dav­ne uslu­ge, ne­će mo­ći da ocje­nju­ju fi­nan­cij­ske in­stru­men­te uko­li­ko ne­ma­ju do­volj­no kva­li­tet­nih informaci­ja, mo­ra­ju ot­kri­ti mo­del, metodologiju, ključ­ne pret­po­stav­ke na ko­ji­ma za­sni­va­ju svo­je ocjene kao i kla­se ko­je će pri­mje­nji­va­ti, mo­ra­ju da raz­li­ku­ju ocje­ne slo­že­ni­jih pro­iz­vo­da do­da­va­njem spe­ci­fič­nih sim­bo­la, da bi se raz­li­ko­va­li od dru­gih, mo­ra­ju identifikova­ti “ne­že­lje­ne” rej­tin­ge sa različitim ka­te­go­ri­ja­ma kre­dit­nog rej­tin­ga, mo­ra­ju sta­vi­ti na ras­po­la­ga­nje cen­tral­noj ba­zi CE­SR informa­ci­je o svojim histo­rij­skim per­for­man­sa­ma, podatke i in­for­ma­ci­je o svo­jim pro­šlim kre­dit­nim rejting ak­tiv­no­sti­ma, mo­ra­ju ima­ti politike i pro­ce­du­re za iden­ti­fi­ko­va­nje i upra­vlja­nje su­ko­bom intere­sa, mo­ra­ju ima­ti nad­zor­ni od­bor ko­ji mo­ra obez­bije­di­ti ne­za­vi­snost rej­ting pro­ce­sa, pra­vil­no iden­ti­fi­ko­va­nje, ob­ja­vlji­va­nje i upravlja­nje su­ko­bom in­te­re­sa kao i po­li­ti­ke i pro­ce­du­re ko­jim osigurava uskla­đe­nost ra­da CRAs pre­ma zah­tje­vi­ma Ured­be, ima­ju oba­ve­zu da ob­ja­ve go­di­šnje svoj fi­nan­cij­ski izvještaj kao i svoj Iz­vje­štaj o tran­spa­rent­no­sti ko­ji uklju­ču­je od­re­đe­na pi­ta­nja kao što su vla­snič­ka struk­tu­ra, opis si­ste­ma inter­ne kon­tro­le, sta­ti­sti­ke o oso­blju, is­hod go­di­šnje in­ter­ne kontrole, opis si­ste­ma upra­vlja­nja i po­li­ti­ke ro­ta­ci­je ana­li­ti­ča­ra, finan­cij­ske in­for­ma­ci­je o pri­ho­di­ma od rej­ting uslu­ga sa sve­o­bu­hvat­nim opi­som, mo­ra­ju ima­ti funk­ci­ju unu­tarnje kon­tro­le kva­li­te­ta njihovog rej­tin­ga, mo­ra­ju ima­ti naj­ma­nje dva ne­za­vi­sna di­rek­to­ra u svo­jim od­bo­ri­ma či­je na­dok­na­de ne mo­gu zavisi­ti od po­slov­ne per­for­man­se rej­ting agen­ci­je. Oni će bi­ti ime­no­va­ni za je­dan man­dat koji ne može bi­ti du­ži od pet godina. Oni mo­gu bi­ti raz­rje­še­ni sa­mo u slu­ča­ju ne­pro­fe­si­o­nal­nog ponaša­nja. Naj­ma­nje je­dan di­rek­tor tre­ba biti struč­njak za se­kju­ri­ti­za­ci­ju i struk­tur­ne fi­nan­si­je i sl.[[11]](#footnote-12) EC je do­dat­no ob­ja­vi­la i ak­ci­o­ni plan za upra­vlja­nje kriznim si­tu­a­ci­ja­ma, do­nije­la zakon­ske pred­lo­ge za rje­ša­va­nje i sprje­ča­va­nje pro­pa­da­nja banaka i is­ta­kla da je neop­ho­dan rad na glo­bal­noj kon­ver­gen­ci­ji me­đu­na­rod­nih računovodstve­nih stan­dar­da.

**3. REPERKUSIJE OCJENA CRAs NA FINANCIJSKA TRŽIŠTA**

**3.1.Koncentracija CRAs**

U razdoblju koje je dovelo do financijske krize u 2008,CRAs nisu uspjele ispravno cijeniti rizike u složenijim financijskim instrumentima. Na primjer, strukturirani finansijski proizvodi zasnovani na rizičnim hipotekama doveli su do pogrešnih ocjena koje su bile previsoke. Tokom kasnijih dužničkih kriza u eurozoni, neke su se zemlje suočile s naglim prodajom obveznica i većim troškovima zaduživanja nakon smanjenja njihovog kreditnog rejtinga.Tokom krize postalo je jasno da je prevladavanje investicijskih odluka na vanjskim ocjenama – posebno ocjenama iz “Velike Tri CRAs”, u postojećoj regulaciji, imalo je učinak rizičnog ulaganja jer su većina investitora zanemarila vlastite specifičnosti i procjene objavljenezasnovane na tim okolnostima. U takvim uslovima, tržišni subjekti, ponašali su se na isti način te su i manifestacije krize dobile ciklična obilježja. Utjecaj visoke koncentracije tržišta CRAs na financijsku stabilnost mogao bi biti značajan ako se CRAs posmatraju kroz ponašanje jednih drugima i reagiraju tako što u kratkom vremenskom okviru objavljuju slična mišljenja o kreditnoj sposobnosti emitenata i financijskih instrumenata. Nema, međutim, dokaza da se radi o nekoj vrsti “kopiranja” ocjena nego se sličnost ocjena i reakcija prema pojedinim pojavama na financijskom tržištu javlja kao rezultat obrade istih informacija, sličnih poslovnih strategija ili faza poslovnog ciklusa. U tom smislu visoka koncentracija na tržištu rejting agencija više reaguje na cijene rejting usluga nego na sličnost rejting ocjena.[[12]](#footnote-13)

### *Tabela 1. Koncentracija CRAs na tržištu EU*

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| CRA  | 2012 | 2013 | 2014 |
| Moody's  | 36.69%  | 36.38%  | 36.99%  |
| Fitch  | 17.67%  | 16.47%  | 18.40%  |
| S&P  | 32.88%  | 36.00%  | 38.43%  |
| *Sub-total*  | *87.24%*  | *88.85%*  | *93.82%*  |
| Ostale CRAs | 12.76%  | 11.15% | 6.18% |

*Izvor: Study on the State of the Credit Rating Market, Final Report; MARKT/2014/257/F4/ST/OP; EU, 2016, str. 25.*

**3.2.Korištenje kreditnog rejtinga u regulatornim režimima**

Pridavanje prekomjerne pažnje prema vanjskim kreditnim rejtingima dovelo je do negativne multiplikacije efekata na tržištu kapitala. Naime, pod određenimekonomskim ujetima, mehaničko oslanjanje učesnika na tržištu navanjske ocjene dovode do ponašanja “logikom stada.” To može značiti i pozitivan smjer kretanja kada opšta situacija u ekonomiji postaje (nerealno) bolja ali i opadajući smjer koji nastaje istom logikom samo u suprotnom smjeru. To se upravo desilo kao na primjer, sa obveznicama portugalske vlade. Pad rejtig ocjene “povukao” je pad vrijednosti suverenih obveznica što je uzrokovalo istovremenu prodaju dugovnih instrumenata od strane mnogih financijskih institucija i investitora. Trenutna upotreba kreditnih rejtinga u regulatornim režimima za banke, osiguravajuća društva i druge financijske institucije pojačavaju ovu pretjeranu zavisnost i umanjuju interes finansijskih institucija da vrše vlastite procjene rizika i due diligence. Upućivanje na vanjske rejtinge u okviru regulatornog kapitala finansijske institucije može dovesti do iznenadnih rasta u kapitalnim zahtjevima jednom kada se vrši provjera rejtinga. U reakciji na znatno smanjenje rejting ocjene finansijskog instrumenta, mnoge financijske institucije koje se temelje na regulatornom pristupu na vanjskim ocjenama mogu, paralelno, odlučiti da prodaju instrument, snižene ocjene, što, dalje, može uzrokovati negativnu spiralu cijena s potencijalnim negativnim učincima na financijsku stabilnost.

**3.3.Štetni efekti odpromjene državnih rejtinga**

Državne ocjene predstavljaju gornju granicu za dodijeljene ocjene za državne emitente unutar jedne zemlje.Osim toga, ocjene država doprinose nesmetanom i djelotvornom djelovanju globalnog tržište državnih emitenata. Oni imaju utjecaj na s cijenu državnog zaduživanja, a to je i centralno pitanje ove teme: da li je aktivnost CRAs dovela do pogoršanja evropske krize državnih emitenata? Uloga CRAs znatno se proširila tokom posljednjih 20 godina, pri čemu su kreditne ocjene sada jako povezane sa investicionim procesima, financijske ugovorima i regulatornim okvirima. Stoga, korisnici ocjena CRAs očekuju da CRA moraju upravljati neizvjesnošću između stabilnosti njihovih ocjena i njihovog kratkotrajne „tačnosti”. Glavna posljedica je da će ocjene biti promijenjene kada emitent doživi kontinuirane promjene kreditne sposobnosti. Kratkoročne o povremene promjene ocjena mogu biti vrlo štetne za emitente i korisnike ocjena. Za ublažavanje napetosti između stabilnosti i točnosti, kreditna analiza i nadzor su dopunski instrumenti koje koriste CRAs da signaliziraju prilagođavanje njihovog mišljenja o kvaliteti emitenta. Mnoge empirijske studije pokazale su da su perspektive i signali barem jednako važni kao i stvarna rejting promjena kao i njihov utjecaj na tržište. Nagli razvoj razvoj tržišta državnih dugova ukazao je na veličinu potencijalnog uticaja „suverene“ ocjene, ocjene država, koje daleko nadmašuju neposredne učinke na tržišta obveznica a sama kreditni rejting države može dovesti do negativnih previranja na cijelom tržištu, pa čak u zemalja koje sa ocijenjenom zemljom imaju značajne privredne veze. Učinci kreditnog rejtinga države, nafinancijska tržišta,mogu imati slijedeće smjerove: • Ocjene državnog duga imaju ključnu ulogu u određivanju zaduživanja države, što je u direktnoj vezi sa troškovima koji proističu iz duga. • Ocjenjivanje države može imati učinke prelijevanja na sve segmente tržišta (od tržišta državnih obveznica do tržišta korporativnih obveznica i dionica) uz ogroman uticaj na cijenu i pristup izvorima financiranjima. Kreditni rejting države je najčešće značajan faktor procjene rizika što ujedno predstavlja osnovu za utvrđivanje rejtinga ostalih financijskih entiteta u zemlji. Primjer ovog odnosa između ‘’suverenih’’ ocjena i ocjene finansijskih institucija mogu se ilustrirati povlačenjem rejtinga Portugala (Moody's, 6. juli 2011, sa A3 na Baa1), nakon čega je slijedilo smanjenje ocjena četiri portugalske financijske institucije sljedećeg dana. [[13]](#footnote-14) • Konačno, ocjene državnog duga mogu izazvati prenesene učinke iz ocijenjene zemlje u susjedne zemlje te promijeniti njihovu ocjenu na financijskom tržištu iako ne postoje objektivni razlozi za promjenu ocjene.

**3.4.Ograničen izbor rejting agencija za emitente i investitore**

Evidentno je da na svjetskim tržištima postoji ograničena konkurencija rejting agencija što investitorima i emitentima ograničava izbor. Osim toga postojeća legislative za osnivanje rejting agencija je upravo u funkciji ograničavanja konkurencije. Kao rezultat, formiraju se visoke naknade za usluge utvrđivanja rejting ocjena. Visoka profitna marža postojećih CRAs i ograničena transparentnost cijena ukazuju na to postoje rizici visoke cijene na tržištu kreditnih rejtinga. Ograničena konkurencija kod ovih usluga smanjuje mogućnosti za promjenu CRAs ako, emitenti/ investitori nisu zadovoljne njegovom ocjenom. Osim određene kategorije emitenata, posebno malih i srednjih preduzeća, mogu imati teškoće za dobivanje rejtinga jer ovaj segment emitenata nije adekvatno obuhvaćen postojećim CRAs ili su aktivnosti na davanju ocjene previše skupe za ove emitente što može značajno ograničiti sposobnosti malih i srednjih emitenata da pristupaju tržištima kapitala. Imajući u vidu da na tržištu dominiraju tri CRAs (Big Three: Standard & Poor’s, Moody’s and Fitch) kako bi se povećala tržišna konkurencija, pokrenute su mjere za korištenje manjih i CRAs. U posljednje je vrijeme pokrenuta praksa da emitenti ili povezane treće strane traže kreditne rejtinge od dvije ili više CRAs pa stoga, u slučaju kada se traže dva ili više kreditnih, emitenti bi trebali razmotriti angažovanje najmanje jedne CRA koja nema više od 10 % ukupnog tržišnog udjela. Takođe, utvrđivanjem maksimalnog trajanja ugovornog odnosa između emitenta kojem se dodjeljuje rejting i CRA trebao bi se, zahtjevom da se rotaciju CRAs, ukloniti osnov za dodjelu povoljnih kreditnih rejtinga u vezi s tim emitentom.

**3.5.Mogućnost pregovaranja**

Di­rek­ti­va EU je Mi­FID[[14]](#footnote-15) se od­no­si na kon­flikt in­te­re­sa i na­la­žu firma­ma da rješa­va­ju su­kob inte­re­sa na po­se­ban na­čin. Za­do­vo­lja­va­ju­ća al­ter­na­ti­va još ni­je pro­na­đe­na kad je riječ o ključ­nom kon­flik­tu in­te­re­sa emitenta ko­ji pla­ća CRA da utvrđivanje rej­tinga. U tom smi­slu se najvažnija promjena u pro­pi­si­ma od­no­si na zah­tjev fir­ma­ma da dostave oba­vje­šte­nje o kon­flik­ti­ma, što predstavlja pri­hva­tljiv me­tod za upra­vlja­nje konfliktima. Pra­vi­la zah­tije­va­ju od firmi da ko­ri­ste sve razum­ne na­či­ne da iden­ti­fi­ku­ju i upra­vlja­ju kon­flik­ti­ma ko­ji bi mo­gli da pred­sta­vlja­ju ri­zik mate­ri­jal­ne šte­te za klijen­te. Ujed­no, od njih se zah­tije­va da ima­ju efi­ka­snu po­li­ti­ku kon­flik­ta in­te­re­sa sa­sta­vlje­nu u pi­sa­nom ob­li­ku. Mje­re moraju iden­ti­fi­kovati i okol­no­sti ko­je či­ne ili mo­gu da pod­sti­ču konflikt intere­sa i mo­ra­ju spe­ci­fi­ci­ra­ti procedu­re ko­je tre­ba da slije­de da bi se upra­vlja­lo pome­nu­tim konfliktima.

**3.6.Metodologija**

Pre­ma no­voj re­gu­la­ti­vi CRAs mo­ra­ju ob­ja­viti mo­de­le i me­to­do­lo­gi­je na osno­vu ko­jih procje­nju­ju rejting a jed­nom go­di­šnje ob­ja­viti iz­vje­štaj o tran­spa­rent­no­sti. Pu­na transparentnost, ob­ja­vlji­va­nje infor­ma­ci­ja i kon­sul­ta­ci­je po­sta­je sa­stav­ni dio pro­ce­sa rej­tin­ga, što je, mo­že se re­ći, i naj­zna­čaj­ni­ji segment pred­lo­že­nih re­gu­la­tiv­nih mje­ra. Po no­vim, stro­gim, pro­pi­si­ma pred­vi­đe­ne su i mje­re za ne­po­što­va­nje usvo­je­nih pra­vi­la i pro­pi­sa prema ko­ji­ma CRAs mo­gu bi­ti ka­žnje­ne u vi­še­mi­li­on­skim iz­no­si­ma za ne­po­što­va­nje pro­pi­sa­nih pra­vi­la (npr. u Nje­mač­koj do 1 mi­lion eura). Zbog to­ga je bit­no da se CRAs pridža­va­ju svih pri­mjen­lji­vih zakona i pro­pi­sa na osno­vu ko­jih ru­ko­vo­de svo­jim aktivno­sti­ma u okvi­ru svo­je nad­le­žno­sti, da pravično i po­šte­no po­stu­pa­ju sa emi­ten­ti­ma, in­ve­sti­to­ri­ma i drugim uče­sni­ci­ma trži­šta, kao i sa javnošću kao i da se nji­ho­vi ana­li­ti­ča­ri pri­dr­ža­va­ju vi­so­kih stan­dar­da in­te­gri­te­ta zbog če­ga ne bi treba­lo da za­po­šlja­va­ju oso­be sa do­ka­za­no kompromitova­nim in­te­gri­te­tom. Svi da­lji po­te­zi Evrop­ske ko­mi­si­je i IOSCO idu u prav­cu da­ljeg ja­ča­nja re­gu­la­tor­nog okvi­ra ra­da CRAs, od­no­sno re­gu­li­sa­nja rej­ting in­du­stri­je i u ci­lju vra­ća­nja po­vje­re­nja investito­ra u rej­ting ocje­ne CRAs.

**3.7.Nova regulativa**

Prepoznavajući ovakva kretanja prvu, zakonsku, reakciju je iskazala SAD, gdje je usvojen Dodd-Frankov zakon (2010)[[15]](#footnote-16)dok je u EU 2013. reakcija iskazana kroz Uredbu (EU) br. 462/2013 Europskog parlamenta i vijeća od 21. maja 2013. o izmjeni Uredbe (EZ) br. 1060/2009 o agencijama za kreditni rejting i pridruženu Direktivu 2013/14 (EU). U oba slučaja zakonodavstvo je izmijenjeno kako bi se smanjilo oslanjanje na vanjske kreditne ocjene. U članu 5.a Uredbe o kreditnim rating agencijama posebno se propisuje da financijske institucije dužne provesti vlastitu procjenu kreditnog rizika ine samo mehanički se oslanjati na kreditne ocjene za procjenu kreditne sposobnosti subjekt ili financijski instrument. Među ostalim mjerama, ESMA[[16]](#footnote-17), kao i Ured za kreditnu rejting (SAD) dobijaju značajne supervizorske ovlasti nad CRAs. De­talj­nom ana­li­zom usta­no­vlje­no je i da su po­treb­ne pro­mje­ne u unu­tra­šnjoj or­ga­ni­za­ci­ji CRAs, ta­ko da ko­ri­sni­ci bu­du za­do­volj­ni­ji do­bi­ja­njem kva­li­tet­nih, pra­vo­vreme­nih informacija na osno­vu ko­jih mogu do­nije­ti ade­kvat­ne in­ve­sti­ci­o­ne od­lu­ke i stra­te­gi­je raz­vo­ja. Najbitnija izmjena, Dodd-Frankovog zakona je zahtjev da bonitetni regulatori manje koriste rejtinge za određivanje boniteta. Umjesto da se oslanjaju na “vanjske” CRA ocjene za utvrđivanje kreditne sposobnosti, banke obično prikupljaju informacije o dužniku i sačinjavaju interne procjene o tome u kojoj je mjeri korisnik prihvatljiv a njegov kredit manje rizičan. Informacije koje se koriste mogu se generirati interno ili banka može koristiti podatke o dužniku koji su dobijeni od trećih osoba. I prudencijalna regulacija u ovom kontekstu uključuje ispitivanje metodologija banaka za ocjenu i odobravanje traženih kredita. Na isti način usmjeravaju se i firme koje se bave vrijednosnim papirima da samostalno razvijaju vlastite metodologije u cilju što kvalitetnije procjene rizika u vezi sa subjektima sa kojima stupa u poslovni odnos. Ovo, naravno, ne znači ”izbacivanje” kreditnih rejting agencija sa finansijskog tržišta nego svođenje njihovih ocjena na jednu od komponenti utvrđivanja kreditne sposobnosti subjekata odnosno rizika financijskog instumenta. Kada su u pitanju regulatori koji su u SAD takođe bili značajno “zavisni” o ocjenama CRAs utvrđen je prelazni period u koje se oni, takođe trebaju reorganizovati u pravcu samostalnijeg pristupa utvrđivanju kreditne sposobnosti, boniteta subjekata odnosno, kvaliteta financijskih instumenata koristeći se i drugim altermativnim metodama koje opet dozvoljavaju korištenje eksternih analitiča, na primjer, ali sa daleko snažnijom usmjerenošću na konkrete subjekte ili financijske instrumente.[[17]](#footnote-18) Zapažanja kroz analizu funkcioniranja CRAs, provedene od ESMA ukazala su na slijedeće nedostatke: • Prekomjerna povezanost s vanjskim kreditnim rejtingima što dovodi do učinaka multiplikaciju negativnih (ili pozitivnih) efekata na tržištima kapitala; • Efekat korelativnih promjena rejtinga državnih vrijednosnih papira; • Odstupanje između uspostavljenih i odobrenih tarifa i stvarne cijene koja se naplaćuje; • Ograničen izbor i konkurencija na tržištu kreditnog rejtinga; • Ograničeno pravo na ispravak ocjena emitenatau slučaju netačne ocjene koju izda CRAa koja krši Uredbu RAK-a; • Nedovoljno snažna metodologija i procjena kreditnog rejtinga. Da bi se po­sti­gao glav­ni efe­kat uvo­đe­nja za­kon­skih re­gu­la­ti­va kroz usklađivanje uslo­va investiranja, po­bolj­ša­nje po­lo­ža­ja i za­šti­te in­ve­sti­to­ra mo­ra­lo­ se pri­stu­pi­ti­ pri­la­go­đa­va­nju procjena i me­to­do­lo­gi­ja CRAs i nji­ho­vih pra­vi­la po­slo­va­nja. Pred­lo­že­ne pro­mje­ne regulativom se od­no­se su se na:

* objavlji­va­nje ka­ko CRAs pri­mje­nju­ju IOSCO Ko­dek­se,
* uvo­đe­nje jav­nog nad­zo­ra nad kre­dit­nim rej­ting agen­ci­ja­ma,
* nad­zor in­sti­tu­ci­je ko­ja nad­zi­re tr­ži­šte ka­pi­ta­la,
* pro­mje­ne u unu­tra­šnjim or­ga­ni­za­ci­ja­ma agen­ci­ja,
* oba­ve­zu do­sta­vlja­nja oba­vje­šte­nja o kon­flik­ti­ma,
* nji­ho­vu ve­ću tran­spa­rent­nost ra­da i iz­vje­šta­va­nja i u skla­du sa tim oba­ve­zu go­di­šnjeg objavljiva­nja iz­vje­šta­ja o tran­spa­rent­no­sti,
* oba­ve­zu ob­ja­vlji­va­nja mo­de­la i me­to­do­lo­gi­je rej­ting ocje­nji­va­nja,
* za­bra­nu pru­ža­nja sa­vje­to­dav­nih uslu­ga,
* za­bra­nu do­dje­lji­va­nja rej­tin­ga za fi­nan­cij­ske in­stru­men­te za ko­je ne­ma­ju do­volj­no kvali­tet­nih in­for­ma­ci­ja na ko­ji­ma ba­zi­ra­ju rej­ting,
* pred­vi­đa­nje ka­zne­nih mje­ra i ka­žnja­va­nje u slu­ča­ju ne­po­što­va­nja no­vih pra­vi­la.

Naj­ve­ća pro­mje­na ko­ja je uslije­di­la re­gu­la­ti­vom, za CRAs, je pred­vi­đen nji­hov jav­ni nadzor, oba­ve­za za sve CRAs ko­je že­le da nji­ho­ve rej­tin­ge ko­ri­ste ban­ke, osi­gu­ra­nja i osta­li institucional­ni in­ve­sti­to­ri unutar EU da se re­gi­stru­ju kod EC pod uvjetima i na na­čin pro­pi­san od stra­ne EC. Dru­ga ključ­na pro­mje­na se od­no­si na nad­zor in­sti­tu­ci­je ko­ja nad­zi­re tr­ži­šte ka­pi­ta­la i predviđa­nje da pod nadzorom tre­ba da bu­du i in­sti­tu­ci­je ko­je nad­zi­ru tr­ži­šte ka­pi­ta­la, a ko­je već funk­ci­o­ni­raju u pojedinim na­ci­o­nal­nim tr­ži­šti­ma EU i od kojih se oče­ku­je ka­žnja­va­nje agen­ci­ja u slu­ča­ju da one ne poštu­ju no­va pra­vi­la. Ne umanjujući značaj svih utvrđenih uzroka koji su doveli do zaključka da uticaj i način fukcionisanja CRAs treba držati pod kontrolom na način na koji se to čini u većini finansijskih institucija, posebnu pažnju treba pokloniti multiplikativnom djelovanju ocjena CRAs na financijskom tržištu kao i korelaciji u promjenama rejtinga državnih vrijednosnih papira.

**4. ZAKLJUČCI**

Rejting ocjene CRA-a vrlo se učestalo na financijskom tržištu koriste za: upravljanje investicijama i rizicima, donošenje odluka o ulaganju i kreditiranju, procjenu i praćenje rizika kreditora i druge ugovorne strane, utvrđivanje kreditne sposobnosti (emitenata vrijednosnih papira, zajmoprimaca), utvrđivanje prihvatljivosti kolaterala, u regulatorne svrhe (npr. utvrđivanje kapitalnih zahtjeva, praćenje sistemskog rizika), itd. Korištenje eksternih kreditnih rejtinga za ulaganja i upravljanje rizicima, pružajući nezavisnu, objektivnu i uporedivu procjena rizika kreditne ili druge ugovorne strane, igraju važnu ulogu u smanjenju informacije asimetrije između zajmoprimaca i zajmodavaca / investitora, ali oni rijetko se koriste izolirano od strane sudionika na tržištu prilikom ulaganja ili odluka o kreditiranju. Veći učesnici financijskog tržišta obično provode vlastiti interni sistem procjene rizika, korištenjem vanjskih rejtinga kao ulaza ili referentne tačke uz dopunu vlastitom analizom; dok manji tržišni subjekti imaju tendenciju da se više oslanjaju na vanjske kreditne ocjene zbog nedostatak resursa i stručnosti za ulaganje u unutarnje pristupe. Posljednjih godina djelovanje CRA je pod intenzivnim analizama i istraživanjima sa pravcen utvrđivanja njihove vjerodostojnosti u ocjenama koje plasiraju na međunarodnom financijskom tržištu. Njihova nemogućnost predviđanja korporativnih pa i državnih skandala pojačala je raspravu o njihovim zaslugama u tome. Rastuća potražnja za uslugama rejtinga, koja je djelomično potaknuta i pojavom novih strukturiranih finansijskih proizvoda, također je pridonijela povećanju interesa prama djelovanju CRAs. Polemike o vjerodostojnosti kreditnih rejting ocjena pojačane su i visokom koncentracijom, sa “tri velike” CRA, kao dominantnim igračima na međunarodnom financijskom tržištu, što, u ovom osjetljivom vremenu sve više potiče sumnje u njihovu vjerodostojnost. U tom smislu međunarodne aktivnosti (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act u Sad i djelovanje ESMA u EU) novi su mehanizam koji nastoji, subjektima na financijskom tržištu a posebno regulatorima, nametnuti obavezu izgradnje vlastitih sistema ocjene kreditne sposobnosti financijskih subjekata uz prihvatanje ocjena CRAs i njihovo kritičko razmatranje. Pri tome, uloga CRAs se ne negira ali nizom regulatornih mehanizama njihovo djelovanje stavlja se pod veći nadzor.

**LITERATURA**

1. D’Agostino, A., Alvise Lennkh, R.,Study on the Feasibility of Alternatives to Credit Ratings; Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, (2015) Euro Area Sovereign Ratings: An Analysis of Fundamental Criteria and Subjective Judgement.
2. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.(2010).
3. EU Response to the Financial Stability Board (FSB), EU Action Plan to reduce reliance on Credit Rating Agency (CRA) Ratings, (2012).
4. Financial Stabiliti Board, Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings, (2010).
5. Mrvić, T., Rička,Ž.,Kreditne rejting agencije, kreatori finansijskih tržišta; Ekonomski fakultet Sarajevo (2015).
6. Proposal for a Regulation amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies, EU Commission, No 1060/2009 on credit rating agencies (2009).
7. Regulation (EU) no 462/2013 of the European parliament and of the council of 21 May 2013 amending Regulation (EC), No. 1060/2009 on credit rating agencies (2009).
8. Study on the State of the Credit Rating Market, Final Report; MARKT/2014/257/F4/ST/OP, European Union (2016).
9. The technical committee of the IOSCO, Code of conduct fundamentals for credit rating agencies (2008).
10. UN: Credit rating agencies and their potential impact on developing countries, Discusion paper (2008).
1. *Primljeno: 03.12.2018; Prihvaćeno:08.03.2019Submitted: 03-12-2018; Accepted: 08-03-2019*

**\* Dr. Željko Rička, redovni profesor Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Zenici**;email: zeljko.ricka@unvi.edu.ba [↑](#footnote-ref-2)
2. Financial Stabiliti Board(FSB) je osnovan 2009. kao nasljednik Foruma finansijske stabilnosti (FSF). Na Pittsburgh summitu, šefovi država i vlada podržali su izvornu povelju FSB-a od 25. sept. 2009, koja je postavila ciljeve i mandat FSB-a i organizacionu strukturu. FSB je preuzela ključnu ulogu u podršci reforme međunarodnih finansijska regulacija. Na samitu u Cannesu 2011, G20 je pozvao na jačanje FSB-ovog kapaciteta i upravljanja kroz uspostavu FSB-a na trajnoj osnovi. Dana 28. Ja. 2013. FSB se osniva kao neprofitno udruženje pod švicarskim zakonima sa sjedištem u Baselu, Švicarska. [↑](#footnote-ref-3)
3. Financial Stabiliti Board, Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings, Oct. 2010. [↑](#footnote-ref-4)
4. IOSCO svo­jim ši­ro­kim član­stvom re­gu­li­še vi­še od 95% vrijed­no­sti svjet­skih tr­ži­sta i re­gu­li­še vi­še od sto­ti­nu različitih nadležno­sti. Zbog ši­ro­kog spek­tra raz­li­či­tih nad­le­žno­sti i obi­ma re­gu­la­ci­je Iz­vr­šni od­bor IOSCO for­mi­rao je u okviru međunarod­ne or­ga­ni­za­ci­je Teh­nič­ki ko­mi­tet kao spe­ci­ja­li­zo­va­nu rad­nu gru­pu ko­ja se ba­vi glav­nim pi­ta­nji­ma regulacije i koor­di­na­ci­je na me­đu­na­rod­nom tr­ži­štu vrijednosnih papira Izvor: www. IOSCO. org. [↑](#footnote-ref-5)
5. Mrvić,T.,Rička,Ž.,Kreditnerejtingagencije, kreatorifinancijskihtržišta,EkonomskifakultetSarajevo, 2015, str.172. [↑](#footnote-ref-6)
6. De­talj­ni­je o ko­dek­si­ma IOSCO ko­ji se od­no­se na po­slo­va­nje CRAs pre­ma iz­vo­ru In­ter­na­ti­o­nal or­ga­ni­za­tion of securi­ti­es commis­si­ons Co­de of Con­duct Fun­da­men­tals for Cre­dit Ra­ting Agen­ci­as, May 2008. [↑](#footnote-ref-7)
7. The technical committee of the IOSCO; Code of conduct fundamentals for credit rating agencies, 2008. [↑](#footnote-ref-8)
8. Mrvić, T., Rička Ž., isto, str. 179. [↑](#footnote-ref-9)
9. The European Regulation on Governance of Credit Rating Agencies: The Future of Competition in European Rating Market. <https://www.researchgate.net/publication/279202560> (pristup 1.8.2018). [↑](#footnote-ref-10)
10. Ob­zi­rom na to da je to­kom 2011. sni­žen kre­dit­ni rej­ting za se­dam čla­ni­ca evro­zo­ne (Ita­li­ji, Špa­ni­ji, Grč­koj, Irskoj, Portuga­lu, Ki­pru, Slo­ve­ni­ji) i da su CRAs sni­ža­va­le i rej­ting ze­mlja­ma ko­je su u re­ži­mu šted­nje u okvi­ru „pa­ke­ta pomo­ći“, što je do­dat­no ote­ža­lo nji­hov po­vra­tak na sa­mo­stal­no fi­nan­ci­ra­nje na tr­ži­štu, EC je u no­vem­bru 2011. predstavi­la mje­re za ve­ću kon­tro­lu CRAs ka­ko bi sma­nji­la nji­hov uti­caj na tr­ži­šte u okol­no­sti­ma du­žnič­ke kri­ze:

- da se pro­cje­na rej­tin­ga dr­žav­nog du­ga ne­kih ze­ma­lja mo­že pri­vreme­no su­spen­do­va­ti uko­liko je ta ze­mlja ob­u­hva­će­na programom po­mo­ći MMF ili EU; kre­dit­ni rej­ting dr­ža­va će se če­šće pro­cje­nji­va­ti;

- na sva­kih 6 mje­se­ci umje­sto na 1 go­di­nu;

- da se CRAs oba­ve­žu da će prije ob­ja­vlji­va­nja rej­tin­ga oba­vje­sti­ti dr­ža­vu o ko­joj se ra­di da bi mo­gli da se pro­vje­re po­da­ci i da oba­ve­zno ob­ja­ve ana­li­ze ko­je su do­ve­le do sni­ža­va­nja rej­tin­ga pro­tiv CRAs će mo­ći da se po­kre­ću gra­đan­ske par­ni­ce, tužbe i tra­že na­dok­na­de, što zna­či da će mo­ći i da bu­du ka­žnje­ne u slu­ča­ju za­ne­ma­ri­va­nja ri­zi­ka od gre­ške ili te­škog pro­pu­sta (ukoliko na­mjer­no ili iz gru­bog ne­ma­ra pre­kr­še pro­pi­se EU); za slo­že­ne fi­nan­cij­ske in­stru­men­te bi­će neo­p­hod­no da dvije CRA da­ju svo­je pro­cje­ne kre­ditnog ri­zi­ka, s tim da ve­ćin­ski di­o­ni­čar u jed­noj agen­ci­ji ne smije bi­ti ve­ćin­ski dio­ni­čar u drugoj;

- u cilju ve­će kon­ku­ren­ci­je i sma­nje­nja mo­guć­no­sti su­ko­ba in­te­re­sa emi­ten­ti vrijednosnih papira mo­ra­će na tri go­di­ne da mijenja­ju CRA ko­ja pro­cje­nju­je nji­hov rej­ting.

Na­ve­de­ne mje­re bi išle u pri­log osu­de „oli­go­po­la“ tri an­glo­sak­son­ske CRAs, one­mo­gu­ća­va­nja iz­no­še­nja pro­cje­na za ze­mlje ko­je ima­ju „pa­ket po­mo­ći“ i utvr­đi­va­nja nji­ho­ve od­go­vor­no­sti pred sudom. Kao re­zul­tat pred­u­ze­tih mje­ra je po­ve­ća­nje sniže­nog rej­tin­ga Grč­koj sa „CCC“ na „B-„ od stra­ne „Fitch“-a sa obrazlože­njem da grč­ka pri­vre­da po­ka­zu­je zna­ke vid­nog eko­nom­skog opo­rav­ka, če­mu je pret­ho­di­lo iden­tič­no po­ve­ća­nje njiho­vog rej­tin­ga od stra­ne „S&P“ u de­cem­bru 2012. Izvor: www. ec.europa.eu.(pristup 1.8.2018) [↑](#footnote-ref-11)
11. Regulation (EU) no 462/2013 of the European parliament and of the Council of 21 May 2013. amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies [↑](#footnote-ref-12)
12. Study on the State of the Credit Rating Market, Final Report; MARKT/2014/257/F4/ST/OP, EU, 2016. [↑](#footnote-ref-13)
13. Proposal for a Regulation amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies, EU commission, No 1060/2009 on credit rating agencies, str. 14. [↑](#footnote-ref-14)
14. Markets In Financial Instruments Directive – MiFID (Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata – MiFID) Tržišta u smjernicama finansijskih instrumenata (MiFID) je propis koji povećava transparentnost na financijskim tržištima EU i standardizira regulatorna objavljivanja potrebna za pojedina tržišta. MiFID je provodio nove mjere, poput zahtjeva za transparentnost prije i poslije trgovine, te postavio standarde ponašanja za financijske institucije. Direktiva je na snazi u EU od 2008. [↑](#footnote-ref-15)
15. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.(2010). [↑](#footnote-ref-16)
16. European Securities and Market Authorities, Paris. [↑](#footnote-ref-17)
17. Study on the Feasibility of Alternatives to Credit Ratings, Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, December 2015, str. 70. [↑](#footnote-ref-18)